



FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

OBSERVATORIO SOBRE LA REFORMA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EUROPEOS (2013)

Directores

Ramiro Martínez-Pardo y Javier Zapata Cirugeda

Redactores

Gloria Hernández Aler, Sara Gutiérrez Campiña y Alfredo Jiménez Fernández

PAPELES DE LA FUNDACIÓN

N.º 51

ISBN: 978-84-616-6482-5
Depósito Legal: M. 28085 - 2013
Edita: Fundación de Estudios Financieros
Imprime: Global F. Marketing C.S.L.



ÍNDICE

EQUIPO DE TRABAJO	5
PRESENTACIÓN	7
INFORME Y CONCLUSIONES DEL OBSERVATORIO	9
RELACIÓN DE TRABAJOS APORTADOS AL OBSERVATORIO	
1. Últimas medidas de reformas de la Banca	49
a. La reforma estructural de la banca: Implicaciones derivadas de los Informes Vickers y Liikanen para los grupos bancarios españoles <i>Sara Gutiérrez Campiña y Gloria Hernández (Deloitte)</i>	51
b. La supervisión bancaria europea en 2014: una Unión Bancaria incompleta <i>Francisco Uría (KPMG)</i>	57
c. La Directiva europea de recuperación y resolución bancaria <i>Mario Delgado Alfaro (FROB)</i>	69
d. Elementos básicos en el diseño del «banco malo» en España <i>Antonio Carrascosa (FROB)</i>	83
2. Avances en la regulación del sector asegurador	91
a. El entorno de Solvencia II: sus consecuencias para el mercado y para sus clientes <i>Mirentxu del Valle (UNESPA)</i>	93
3. Avances en la regulación global de las infraestructuras de mercado	107
a. EMIR, MiFIR y Dodd Franck: Un nuevo marco jurídico para los derivados OTC <i>Emilio Díaz y Pilar Lluesma Rodrigo (Uría Menéndez)</i>	109
b. Los Trade Repositories y los CCPs en el mercado de derivados OTC, nuevos actores <i>Jesús Benito (IBERCLEAR)</i>	137
c. Seguimiento del proceso de reforma del sistema de <i>post trading</i> español <i>Ignacio Santillán (FOGAIN)</i>	147
4. Nueva regulación de protección del cliente minorista	157
a. La organización interna de las entidades para una adecuada prestación de servicios a sus clientes. Nueva normativa en materia de cumplimiento normativo <i>Galo Juan Sastre (Deutsche Bank)</i>	159
b. La reforma de la MiFID y la mayor protección del inversor minorista <i>Gregorio Arranz</i>	175
5. La financiación de PYMES y la crisis <i>Isabel Giménez Zuriaga (Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros)</i>	183
6. La revisión del Sistema Europeo de Supervisores Financieros <i>Antonio Mas, CNMV</i>	219
7. Valoración de estado de la integración financiera en la Unión Europea <i>Joaquín Maudos (IVIE)</i>	233
PAPELES DE LA FUNDACIÓN	249
ENTIDADES PATRONO DE LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS	251



EQUIPO DE TRABAJO

DIRECTORES

Ramiro Martínez-Pardo del Valle
Director de Gomarq Consulting

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

REDACTORES

Gloria Hernández Aler
Socia Regulatorio Financiero, Deloitte

Sara Gutiérrez Campiña
Senior Manager Regulatorio Financiero, Deloitte

Alfredo Jiménez Fernández
Director de Análisis y Estudios, FEF

COLABORADORES

Gregorio Arranz Pumar
Consultor

Jesús Benito Naveira
Consejero Delegado, IBERCLEAR

Antonio Carrascosa Morales
Director General, FROB

Mirenchu del Valle Schaan
Secretaria General, UNESPA

Mario Delgado Alfaro
*Técnico Comercial y Economista del Estado
Responsable de Coordinación Internacional del FROB*

Emilio Díaz Ruiz
Socio, Uría & Menéndez

Isabel Giménez Zuriaga
Directora General, Fundación Estudios Bursátiles y Financieros

Pilar Lluesma Rodrigo
Uría & Menéndez

Antonio Mas Sirvent
Director Departamento Relaciones Internacionales, CNMV

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

Ignacio Santillán Fraile
Director General, FOGAIN

Galo Juan Sastre Corchado
Director, DEUTSCHE BANK



Francisco Uría Fernández
Socio Sector Financiero-Legal, KPMG Abogados

GRUPO DE CONSULTA

Ramón Adarraga Morales
Director del Departamento Internacional, BME

Sebastián Albella Amigo
Socio, Linklaters

Juan Basurto Solaguren-Beascoa
Asesor Financiero, AEB

Antonio Cortina García
Analista Jefe del Servicio de Estudios, Banco Santander

Lara de Mesa Gárate
Servicio de Estudios y Public Policy, Banco Santander

Gloria Hervás Ortega
Analista Public Policy, Banco Santander

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

Carlos López Marqués
Subdirector de Relaciones Internacionales, BME

Manuel Martín Martín
Instituto Español de Analistas Financieros

José María Méndez Álvarez-Cedrón
Director General, CECABANK

Javier Méndez Llera
Director General-Secretario General, FEF-IEAF

José Ignacio Navas Díaz
Presidente de Interdin

José Luis Palomo Álvarez
Miembro del Consejo Asesor, Gómez Acebo y Pombo

Alberto Placencia Porrero
Socio Director Servicios Financieros, Ernst & Young

María Gracia Rubio de Casas
Socio, Baker & McKenzie

Juan Carlos Ureta Domingo
Presidente, FEF-IEAF

Tomás Varela Muiña
Director Financiero-Director General Adjunto, Banco Sabadell

Sebastián Velasco Meseguer
Fidelity International



PRESENTACIÓN

Constituye para mí un motivo de satisfacción presentar el trabajo que realiza, por séptimo año consecutivo, el «Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos» de la Fundación de Estudios Financieros (FEF). El estudio tiene su origen en la decisión de la Fundación adoptada en el año 2006 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 realizar 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.

En línea con este objetivo, el informe de este año hace, en primer lugar, una valoración del nivel actual de integración financiera europea, de las amenazas a las que se enfrenta y de los caminos que se abren para avanzar, tal como se ha venido realizando en las últimas ediciones de este Observatorio.

En segundo lugar, se abordan las principales novedades en el ámbito bancario, que ha sido objeto de especial atención regulatoria desde el inicio de la crisis. En concreto, se examina la situación del proyecto de reforma estructural de la banca y la Unión Bancaria, dentro de la que se enmarca la Directiva europea de recuperación y resolución bancaria. Se analiza también la respuesta local a la crisis bancaria ofrecida mediante la creación de una sociedad de gestión de activos. Concluye la revisión de la regulación bancaria prestando especial atención a los aspectos relativos al gobierno corporativo y la denomina-

da banca en la sombra que plantea nuevos riesgos e incógnitas que también son estudiadas brevemente en el trabajo.

A continuación, y como reto aún pendiente a pesar de ser una de las tareas calificadas inicialmente como urgentes en la agenda regulatoria, se analizan los avances normativos en una materia de gran impacto en las cuentas públicas y en la conciencia ciudadana: la problemática de los paraísos fiscales y la efectiva prevención del blanqueo de capitales y financiación del terrorismo.

Otras materias examinadas en este informe se refieren a: i) la evolución normativa de la industria de la inversión colectiva en Europa; ii) las novedades referentes a la post-contratación que presenta el Reglamento de Depositarios Centrales y el entorno de los derivados OTC y la reforma en curso en España; iii) las reformas en marcha en el ámbito asegurador que, pese a avanzar lentamente, son profundas y de calado; iv) la nueva iniciativa de protección del consumidor minorista de servicios financieros; v) la financiación de las pequeñas y medianas empresas, cuestión de especial relevancia en la coyuntura actual y clave para recuperar la senda del crecimiento y de la creación de empleo y vi) la revisión del estado de la supervisión financiera, analizando los logros conseguidos con la nueva estructura de autoridades europeas y subrayando los retos y áreas de mejora en los que resulta preciso avanzar.

Todos estos trabajos parten de la base de que la regulación debe contribuir a la consecución de los objetivos, de forma equilibrada, aportando más beneficios que perjuicios al sistema y supeditada al objetivo último de construcción europea.



Como se puede ver a lo largo del estudio ello no siempre se consigue.

Una de las conclusiones de este estudio es precisamente la intensidad de la agenda regulatoria. A que a pesar del carácter global de la misma para combatir y prevenir futuras crisis financieras, y de las prisas iniciales para implementarla, las iniciativas para llevarla a cabo adolecen de una serie de deficiencias que se concretan en el informe. Descoordinación, lentitud, profusión y complejidad son algunas de las características, que a juicio del Observatorio, definen este proceso de reforma sin precedentes de la regulación financiera.

En la FEF seguimos creyendo que el objetivo último no debe ser «más» sino «mejor» regulación. Para ello, en algunos casos el énfasis habrá que ponerlo en la vigilancia y supervisión del cumplimiento de las reglas ya vigentes y no necesariamente en su reforma. En otros casos, habrá que optar por una regulación más convergente con definiciones normalizadas que permitan una mejor comparación y eviten el arbitraje regulatorio. Para que el mercado funcione correctamente se requieren normas sencillas y estables y una regulación suficiente pero no excesiva. En este sentido, creemos que las reformas han de ser

ponderadas y justificadas por un análisis de los beneficios que aporten con respecto a los costes que su implantación puedan suponer para la industria y estar supeditada al proyecto de construcción europea.

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 (2013)

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

La presente es la séptima edición del Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos («el Observatorio») nacido a iniciativa de la Fundación de Estudios Financieros («FEF») en 2006 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. Las tres ediciones anteriores se han publicado en un entorno de crisis que incluso hizo temer por el futuro de la UE. En esta ocasión, sin embargo, este informe verá la luz en un momento en el que se aprecian ciertas señales de recuperación económica y se han disipado las dudas sobre la propia existencia de la UE.

El objetivo de creación de un mercado financiero integrado en la UE se remonta al Acta Única europea de 1986 pero aún es un deseo inacabado. A pesar de que 17 Estados miembros de la Unión, y próximamente 18, cuentan con

una moneda común y con una única autoridad monetaria, aún no disponemos de un verdadero espacio financiero integrado. Este Observatorio nació con el objetivo de hacer un seguimiento del proceso de construcción del mercado único y sus conclusiones muestran que si bien en los primeros años analizados, 2006 y 2007, el progreso fue notable y los beneficios de la integración cuantiosos en todos los mercados, tras la crisis se ha sufrido un grave retroceso en el grado de integración.

Lejos de acercarnos al objetivo del mercado único, los últimos acontecimientos han propiciado su fragmentación, con las consecuencias negativas que de ello se derivan, entre las que la más grave es el que las distintas administraciones y empresas de la UE accedan a la financiación en condiciones radicalmente distintas. Los tipos de interés que soportan, no sólo las entidades financieras sino también las empresas y familias, responden mucho más al tipo de interés de la deuda soberana de su país que a los tipos de interven-



ción del Banco Central Europeo («BCE»), de tal forma que, a pesar de contar con una misma moneda y política monetaria, lo relevante para la fijación de las condiciones de financiación es el país de residencia dentro de la Unión.

A esta situación ha contribuido no solo la crisis económica y financiera sino también una crisis marcadamente política, que ha afectado a la toma de ciertas decisiones que todos los analistas consideran irrenunciables. Nos referimos a una reforma estructural de los mercados financieros, cuyo mejor ejemplo es la Unión Bancaria, imprescindible para integrar los mercados, devolver la confianza a los inversores y financiar la economía productiva. Aunque se han alcanzado avances importantes en este punto, el curso político de estas iniciativas y ciertos planteamientos de países miembros continúan ralentizando el proceso de integración y han llevado a que los acuerdos tengan carácter parcial y los calendarios para la creación de las nuevas instituciones (supervisor único, sistemas de resolución común y fondo de garantía de depósitos de ámbito europeo) sigan ritmos diferentes.

En esta encrucijada, resulta fundamental para restablecer la confianza en el proyecto europeo y avanzar en la construcción del mercado financiero único, desarrollar un marco común normativo y regulatorio que favorezca el proceso.

¿Cómo construir este marco de regulación y supervisión europea que nos permita superar la situación actual? La respuesta de las instituciones europeas ha consistido en una producción cuasi industrial de reglas; en un estallido normativo sin precedentes. El número y alcance de las normas se han multiplicado. En ocasiones se modifican normas antes de que hayan entrado en vigor en su totalidad. ¿Es esta la solución? Son cada vez más numerosas las voces que alertan de que un exceso de regulación en la UE puede suponer una desventaja competitiva y provocar el desplazamiento de los agentes financieros hacia otras jurisdicciones menos reguladas.

Pero en un mundo global ya no es suficiente con que se coordinen las instituciones y países europeos sino que es precisa una mayor integración a

nivel mundial. El impulso político del G-20 es ciertamente relevante y se traduce en la fijación de la agenda regulatoria y en grandes principios y manifestaciones políticas. Sin embargo, una vez sentadas las bases sobre las que avanzar, éstas se desarrollan e implementan de forma lenta, divergente y con poca coherencia entre las distintas regiones, atendiendo a intereses particulares, y no cristalizan en medidas coordinadas que sean capaces de dar respuestas globales a problemas que sí lo son. Es cierto que existen organismos internacionales que fijan criterios ante problemas internacionales tales como el IOSCO, el Comité de Supervisores Bancarios de Basilea o el *Financial Stability Board* («FSB») pero esos principios no son suficientes para que los reguladores de las distintas zonas trabajen de forma alineada.

Éste es el contexto en el que se presenta esta edición del Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos. Un mundo en el que la regulación, objeto de nuestro análisis, jugará 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 monetaria. Una regulación que debe ser sencilla, útil, tener carácter de permanencia y hacerse en coordinación con las demás instituciones internacionales involucradas para evitar situar a nuestros mercados financieros en una posición de desventaja.

2. CONTENIDO DE LA PRESENTE EDICIÓN

En este capítulo introductorio se resumen las posiciones mantenidas en sus trabajos por los colaboradores de esta edición del Observatorio y se analizan otras iniciativas normativas en curso con la finalidad de ofrecer una visión completa del estado actual de la agenda regulatoria europea. Asimismo, se ofrecen las principales conclusiones de los análisis realizados y se hacen algunas reflexiones sobre la oportunidad, impacto o conveniencia de las normas revisadas. Sin embargo, para una mejor comprensión de las conclusiones, se recomienda la lectura completa del conjunto de los trabajos que se acompañan.



En primer lugar, este informe hace una valoración del nivel actual de integración financiera europea, de las amenazas a las que se enfrenta y de los caminos que se abren para avanzar, tal como se ha venido realizando en las últimas ediciones de este Observatorio.

En un punto siguiente, se abordan las principales novedades en el ámbito bancario. En concreto, se examina la situación del proyecto de reforma estructural de la banca y la Unión Bancaria, dentro de la que se enmarca la Directiva europea de recuperación y resolución bancaria. Se analiza también la respuesta local a la crisis bancaria ofrecida mediante la creación de una sociedad de gestión de activos. Concluye la revisión de la regulación bancaria prestando especial atención a los aspectos relativos al gobierno corporativo y abordando la denominada banca en la sombra que plantea nuevos riesgos e incógnitas que también son estudiadas brevemente en este trabajo.

A continuación, y como reto aún pendiente a pesar de ser una de las tareas calificadas inicialmente como urgentes en la agenda regulatoria, se aborda la problemática de los paraísos fiscales y la efectiva prevención del blanqueo de capitales y financiación del terrorismo.

Otras materias examinadas en este informe se refieren a:

- La evolución normativa de la industria de la inversión colectiva en Europa donde se han producido importantes avances tanto en los vehículos regulados (UCITS) como en los de inversión alternativa.
- Las novedades referentes a la post-contratación que presenta el Reglamento de Depositarios Centrales y el entorno de los derivados OTC. Asimismo se analiza la reforma en curso en España.
- Las reformas en marcha en el ámbito asegurador que, pese a avanzar lentamente, son profundas y de calado.
- Una propuesta normativa que afecta transversalmente a los servicios bancarios, de inversión colectiva, de inversión y al pro-

pio sector asegurador, como es la nueva iniciativa de protección del consumidor minorista de servicios financieros, que cuando cristalice introducirá importantes novedades en las prácticas de venta que siguen los intermediarios financieros.

- La financiación de las pequeñas y medianas empresas, cuestión de especial relevancia en la coyuntura actual y clave para recuperar la senda del crecimiento y de la creación de empleo.
- La revisión del estado de la supervisión financiera, analizando los logros conseguidos con la nueva estructura de autoridades europeas y subrayando los retos y áreas de mejora en los que resulta preciso avanzar.

Todos estos trabajos parten de la base de que la regulación debe contribuir a la consecución de los objetivos, de forma equilibrada, aportando más beneficios que perjuicios al sistema y supeditada al objetivo último de construcción europea. Como se verá a lo largo de este estudio ello no siempre se consigue. Sirvan las conclusiones y propuestas de este Observatorio para contribuir a la recuperación de la senda perdida.

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

El seguimiento del grado de integración de los mercados financieros en la UE y la valoración de sus efectos sobre el crecimiento y desarrollo de la economía europea han sido uno de los objetivos principales del Observatorio desde sus primeras ediciones. Los trabajos anteriores, realizados por el Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas («IVIE»), toman como referencia una serie histórica que se inicia en 1999, año de la puesta en marcha de la Unión Economía y Monetaria («UEM») y de la introducción del euro como moneda única. Las principales conclusiones del análisis realizado, de las que se ha dado cuenta en ediciones anteriores, mostraban que:

A partir de la puesta en marcha de la UEM en 1999 se produjo un avance en el grado de integración de los mercados financieros europeos que se extendió hasta el estallido de la actual crisis, en 2007, y contribuyó favorablemente al crecimiento económico de la Unión. En particular, los mercados mayoristas (interbancario y de deuda) alcanzaron rápidamente elevados grados de integración, con el euro como gran catalizador del proceso. Los mercados minoristas también se beneficiaron de la puesta en marcha de la UEM y de la adopción de las medidas contempladas en el Plan de Acción de los Servicios Financieros («**PASF**»), aunque en menor grado, como consecuencia de la existencia de barreras legales e institucionales que ralentizaron su integración.

Tras el desencadenamiento de la crisis a mediados del año 2007 y su posterior recrudecimiento por las dificultades de la deuda soberana en 2010, se produjo un claro retroceso en el proceso iniciado en años anteriores y el mercado único sufrió un grave deterioro en su nivel de unificación que se manifestó en una importante fragmentación que, según muestran los indicadores manejados, ha sido más importante en los mercados que habían alcanzado los mayores niveles de integración (como el interbancario). En el caso de los mercados de banca minorista, también la crisis ha impactado en el grado de unificación, si bien el retroceso ha sido menor.

En ambos tipos de mercados: (i) han aumentado las diferencias entre los tipos de interés aplicados en los diferentes países para productos similares, (ii) ha aumentado el sesgo doméstico de las carteras de inversión de los inversores institucionales y (iii) ha disminuido el peso relativo del negocio transfronterizo con el resto de países de la UEM.

Como continuación de los análisis anteriores, en este trabajo se valoran los últimos movimientos acaecidos hacia la consecución del objetivo de construcción del mercado único europeo y sus efectos, así como la posición del sistema financiero español en ese contexto, utilizando algunos indicadores basados en precios, en cantidades y en la composición de las carteras de los inverso-

res institucionales¹. Los resultados muestran una gran divergencia en los costes de financiación en los diferentes países europeos y ponen de manifiesto la necesidad de avanzar sin demora hacia la Unión Bancaria en Europa.

COSTE DE LA FINANCIACIÓN

En la etapa anterior, en la que avanzó la integración, el acceso a la financiación en mejores condiciones fue un factor clave para impulsar la inversión, sobre todo, en los países de la UE que partían de más elevados niveles de tipos de interés. La reducción en el coste de financiación como consecuencia de la caída generalizada en los tipos tras la adopción del euro, ha sido la principal vía a través de la cual la integración financiera ha influido favorablemente en el crecimiento económico. De la misma forma, la divergencia en tipos de interés que ha tenido lugar en el periodo posterior contribuye sin duda a explicar el impacto diferencial de la crisis sobre el crecimiento de los países de la UE.

La fragmentación del mercado financiero ha significado que los distintos países tengan condiciones de acceso a la financiación bien distintas. Los tipos de interés bancarios que soportan empresas y familias responden mucho más al tipo de interés de la deuda soberana de su país que a los tipos de intervención del BCE. De esta forma, se rompe el principal canal a través del cual la política monetaria produce efectos reales y desaparece su carácter único, objetivo básico de la UEM. Esta situación genera la paradoja de que empresas análogas, obtengan financiación en condiciones y costes muy diferentes, para productos semejantes, en función de cual sea su ubicación geográfica.

UNIÓN BANCARIA

En este contexto, la recuperación del terreno perdido en materia de integración, en general, y la consecución de un mercado único bancario, en particu-

¹ Ver capítulo de Joaquín Maudos del IVIE «Valoración del estado de la integración financiera en la Unión Europea»



lar, son urgentes. De ello son conscientes las instituciones internacionales, tanto europeas (BCE, Consejo Europeo, Comisión Europea) como no europeas (Fondo Monetario Internacional («FMI»)).

Es fundamental avanzar más aceleradamente hacia la construcción de un mercado único bancario, como se desarrollará más adelante en este informe. La solución de compromiso ya aprobada que pondrá la supervisión bancaria en manos del BCE a partir de octubre de 2014, es un paso importante que debe ser completado, sin demora, con la puesta en marcha de un mecanismo de resolución común y la construcción de un fondo de garantía de depósitos europeo.

NUEVAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES

Con la intensidad de la crisis que sufre la UEM, se ha planteado el debate sobre la necesidad de redefinir los objetivos del BCE, para que pueda contribuir de forma más decidida a superar la crisis económica. En cualquier caso, nuevas medidas no convencionales y más expansivas del BCE no serán efectivas si antes no se recuperan los niveles previamente alcanzados en materia de integración financiera, ya que si el mercado no está unificado, los tipos de interés bancarios nacionales responderán con distinta intensidad a los tipos de interés de intervención del BCE.

Si no alcanzamos una Unión Bancaria y una efectiva integración financiera, el tipo de interés de la deuda pública de cada país seguirá pesando en exceso sobre el coste al que se financia su economía, y se mantendrán las diferencias en los tipos de interés a los que se financian sus bancos y empresas. La consecuencia es que compañías similares en términos de actividad, solvencia, liquidez y endeudamiento soportarán costes de financiación distintos en función de su país de residencia, con el correspondiente impacto en los ritmos de crecimiento de la inversión.

4. LA AGENDA REGULATORIA

La globalización de los mercados financieros y la influencia que la «economía mundial» ejerce

sobre las economías nacionales o regionales, hacen que sea necesario contar con una agenda regulatoria global, marcada por las directrices y políticas fijadas en un foro de carácter intergubernamental (como el G-20) capaz de impulsar la implantación y general adopción de medidas normativas globales. En este contexto de trabajos y consultas de carácter internacional, destacan también los trabajos especializados de organismos supranacionales tales como IOSCO, el Comité de Supervisores Bancarios de Basilea, o el FSB, entre otros.

Sin embargo, y pese al carácter global de la nueva agenda regulatoria que emana de los trabajos de la cumbre de Washington de 2008 (con la participación del G-20 y de los principales países emergentes) y del impulso político con que las medidas propuestas nacieron, las iniciativas para llevarla a efecto, que son objeto de este trabajo, ya desde el principio han adolecido de una serie de deficiencias:

- (i) Avanzan de manera desigual y de forma poco coordinada en las distintas áreas geográficas. Las aproximaciones seguidas en la UE siguen entrando en contradicción, tanto con posturas e intereses locales de los países miembros, como con el enfoque seguido en los Estados Unidos y en otras regiones (principalmente el mercado asiático). Perviven los intereses particulares de países y regiones frente a la necesidad de concretar respuestas coordinadas para afrontar retos cuyas consecuencias exceden de las fronteras de un país o grupo de países. De esta forma, la agenda global diseñada en el entorno post crisis, lejos de materializarse en respuestas normativas coordinadas y homogéneas, se ha diluido y fragmentado atendiendo a intereses particulares muy alejados de la visión global que la naturaleza de la crisis demanda.
- (ii) Los trabajos de regulación progresan lentamente, y no han alcanzado en muchos casos un resultado final, incluso aquellas



materias que ya en 2008 y 2009 fueron señaladas como materias cuya regulación requería la máxima urgencia.

- (iii) Las iniciativas normativas son muy numerosas. En los últimos años se ha aumentado de forma dramática la carga regulatoria, las obligaciones y los requisitos a observar por las entidades financieras. Incluso se modifican reglas ya aprobadas antes de que se haya alcanzado la fecha de su entrada en vigor. La proliferación de la regulación es de tal magnitud que provoca el riesgo de conducir a las entidades a desarrollar su actividad en la sombra («*shadow banking*»)².
- (iv) Además, las reglas que se están desarrollando son en exceso prolijas y complejas. La aspiración a regular todos los detalles de cada materia hace que los textos normativos sean muy extensos, y queden expuestos a la necesidad de revisión constante, lo que unido a la cantidad de iniciativas en curso, requiere de enormes esfuerzos de estudio y sistematización. Este excesivo celo regulatorio incrementa los costes operativos, dificulta enormemente la gestión adecuada de las empresas financieras y, en suma, entorpece la asignación eficiente de recursos en el sistema financiero.

Dejando a un lado las dificultades que la regulación excesiva y la descoordinación entre países y regiones plantean para hacer un estudio analítico de las normas y encontrar soluciones de valor global, en esta edición del Observatorio se examinan algunas de las principales iniciativas regulatorias abordadas en el ámbito europeo en el último año y se ofrecen algunas conclusiones sobre los temas analizados. En algunos casos se trata de materias que, aunque se han tratado en

anteriores trabajos del Observatorio, como consecuencia de la apuntada lentitud en su tramitación, producto de intereses contrapuestos, continúan teniendo vigencia bien porque han sido recientemente aprobadas o porque están aún en tramitación.

5. LAS MEDIDAS DE REFORMA ESTRUCTURAL DE LA BANCA Y LA UNIÓN BANCARIA

5.1. LAS MEDIDAS DE REFORMA ESTRUCTURAL DE LA BANCA

El principal motivo por el que no se deja «caer» a un banco y se le conceden ayudas públicas es que su derrumbe puede tener efectos muy perjudiciales para los depositantes y para el mantenimiento de los servicios básicos que los bancos prestan a la economía real, tales como los medios de pago o la concesión de crédito a familias o pymes. Asimismo, el efecto sistémico que la caída de una entidad bancaria de gran tamaño podría desencadenar aconseja apoyarlos con medios públicos para evitar su colapso y efectos perniciosos sobre el sistema (*too big to fail*).

Ahora bien, si el dinero empleado en un rescate bancario se utiliza, como ha ocurrido en la reciente crisis financiera, para sufragar otras actividades (ya sea el simple fortalecimiento de los recursos propios de los bancos ayudados o actividades de banca de inversión o relacionadas con los mercados de capitales), sin que la inyección de flujos revierta en la economía, la finalidad de ayudar a los bancos fundada en que éstos tienen que seguir prestando servicios a la sociedad pierde su razón de ser. Las reformas estructurales de la banca que abordamos en este apartado son un conjunto de propuestas que tratan de evitar que esta situación de subsidio, llamémoslo ineficiente, a los bancos, vuelva a producirse³.

² Así lo señala el FSB, en su informe de evaluación de las medidas del G20 de noviembre de 2011, «*Overview of Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability*».

³ Ver colaboración de Gloria Hernández Aler y Sara Gutiérrez Campiña de Deloitte «*La reforma estructural de la banca: implicaciones derivadas de los informes Vickers y Lükkenen*»



La primera de estas iniciativas fue la «*Völcker Rule*» americana que prohibió a los bancos norteamericanos contar con mesas de *prop trading* y tener intereses en *hedge funds*, *private equity* y otros instrumentos especulativos. A esta iniciativa le han seguido en nuestro continente las siguientes:

- La propuesta de la Comisión Vickers en el Reino Unido («**Informe Vickers**»), publicada el 12 de octubre de 2012. El Informe Vickers limita su alcance al Reino Unido y, según el mismo establece, debe desembarcar en una regulación doméstica en el año 2019. El informe parte del concepto bancos «*ring-fenced*» o Banco Minorista Protegido que debe configurarse como una entidad que agrupe las actividades bancarias que se consideran críticas para la economía y la sociedad y que no pueden verse afectadas por otras actividades que realice el grupo, estableciendo al efecto separaciones funcionales, societarias y operativas.
- El Informe del Grupo de Expertos creado en el seno de la Comisión Europea («**Informe Liikanen**»), publicado el 2 de octubre de 2012, que recoge igualmente la recomendación de separar con carácter funcional ciertas actividades.
- La Propuesta de Directiva de la Comisión Europea en materia de recuperación y resolución bancaria, publicada el 6 de junio de 2012 («**Propuesta de Directiva de Resolución Bancaria**»).
- Las propuestas legislativas presentadas en Francia y en Alemania relativas a las reformas estructurales del sistema bancario, publicadas respectivamente el 19 de diciembre de 2012 y el 6 de febrero de 2013.

Todas estas iniciativas persiguen la separación entre las actividades típicas de la «banca comercial» que se consideran relevantes para la financiación de la economía real y otras actividades llevadas a cabo por los bancos que tienen un componente de inversión y están sometidas a riesgo de mercado.

De estas iniciativas es el Informe Liikanen el que mayor impacto puede tener en la UE. Este informe propone que dentro de los grupos financieros europeos los siguientes servicios se desarrollen a través de una *Trading Entity* (que sería una sociedad diferente y separada de la entidad del grupo que capte depósitos):

- La realización de operaciones por cuenta propia de la entidad («*proprietary trading*»).
- La tenencia de activos o posiciones en derivados que deriven del «*market-making*».
- Las operaciones llevadas a cabo con Hedge-Funds («*prime brokerage*»).
- La tenencia de participaciones en entidades de capital riesgo.

En el otro lado quedan las actividades de banca comercial tradicional entre las que se encontrarían, según el Informe Liikanen, entre otras: (i) la concesión de préstamos y créditos a todo tipo de clientes, incluidas grandes y medianas empresas, actividades de crédito al consumo y la concesión de créditos y préstamos hipotecarios, (ii) la financiación interbancaria, (iii) la participación en préstamos sindicados, (iv) las actividades de banca privada, (v) las actividades de *trade finance*, financiación corporativa, y el *project/structured finance*, (vi) los servicios de pago, o (vii) los servicios de *hedging* para clientes no financieros.

Bajo el esquema perfilado por el Informe Liikanen la separación entre banca comercial y las restantes actividades no será obligatoria en todos los casos, sino únicamente en aquellos en los que la magnitud de las actividades de negociación fuese relevante. En concreto, en el documento se prevé que un primer umbral para que sea exigible la separación sería el de 15-25% de la cartera de negociación y cartera de disponible para la venta sobre el total de activos o bien de 100.000 millones de euros, lo que dejaría, a priori, fuera de su ámbito a la práctica totalidad de los grupos bancarios españoles. Pero no solo a los grupos bancarios españoles; de conformidad con el *Road Map* de la Comisión Europea sobre el Informe Liikanen, publicado en abril de 2013, la gran

mayoría de los aproximadamente 8.000 bancos autorizados en la UE no se verían afectados por la nueva regulación si se mantuvieran los citados umbrales.

El Informe Liikanen es únicamente, por el momento, un documento elaborado por un grupo de expertos independientes y como tal no tiene carácter vinculante. En todo caso, lo cierto es que este informe junto con el Informe Vickers y la *Volcker Rule* han creado una tendencia regulatoria que difícilmente tendrá vuelta atrás en los próximos años: la necesidad de aislar o proteger de alguna manera la actividad de captación de depósitos y concesión de financiación a las familias y empresas de actividades más arriesgadas relacionadas con los mercados de capitales.

Una tendencia que desembocará en el medio plazo en nuevas iniciativas de reforma estructural de la banca europea pero que ya se vislumbra en algunas normas en curso. Así, como primera aproximación hacia este objetivo de reforma, la propuesta Directiva de Resolución Bancaria incorpora alguno de los conceptos manejados en el Informe Liikanen a la hora de delimitar el contenido de los Planes de Resolución lo que exigirá que los grupos bancarios realicen una primera reflexión sobre cómo se encuentran jurídica y operativamente estructuradas sus actividades en las distintas sociedades de su grupo a los efectos de poder defender su resolución ordenada sin contagio a la actividad de captación de depósitos.

IMPACTO SOBRE LOS GRUPOS BANCARIOS

Según se ha indicado, el Informe Liikanen prevé que las entidades de *Trading* de los grupos bancarios que superen los umbrales previstos no puedan participar en, ni estar participadas por, el banco comercial, captador de depósitos de su grupo. El Informe Vickers veta asimismo la posibilidad de que un Banco Minorista Protegido sea propiedad de una entidad que preste servicios distintos de los permitidos a dicha categoría de Banco. De ambos informes resulta pues que la estructura apropiada para los grupos bancarios europeos sería aquella encabezada por una socie-

dad *holding* que asumiría la propiedad de las acciones de las distintas entidades del grupo (tanto las que realicen actividades de captación de depósitos como las sociedades que desarrollen actividades de *trading*).

La utilización de una sociedad *holding* como cabecera de grupo es muy poco frecuente en el sistema financiero español a diferencia de lo que ocurre en otros países de nuestro entorno como Reino Unido donde es la tónica general. De hecho, el modelo societario más extensamente seguido en nuestro país es el de que la sociedad que hace las veces de cabecera sea el banco captador de depósitos del que «cuelgan» las restantes sociedades del grupo (otros bancos, sociedades de valores, aseguradoras, participadas, ...). Esta es precisamente la estructura que estaría prohibida en el Informe Vickers en todos los casos y bajo el Informe Liikanen para aquellos grupos que superen los umbrales previstos. Esta circunstancia determinaría que, en caso de que la tendencia introducida por los informes analizados en este trabajo prospere y se consolide en los tiempos venideros, cosa que es altamente probable, sea necesario adaptar las estructuras societarias y operativas de los grupos bancarios españoles para hacerlas compatibles con los nuevos estándares.

Por ello, a nuestro juicio, los grupos bancarios deberían comenzar a realizar un ejercicio de análisis de su estructura societaria y operativa a los efectos de ir progresivamente adaptándose a la estructura jurídica que marca la nueva tendencia regulatoria independientemente de que rebasen o no los umbrales previstos en el Informe Liikanen. Y ello, no sólo para contar con una organización adaptada a la tendencia regulatoria que las medidas estructurales post crisis han diseñado dentro de la UE sino para poder actuar en mercados tan relevantes como el inglés o facilitar adquisiciones corporativas en terceros países.

5.2. LA UNIÓN BANCARIA

La Unión Bancaria se considera como la única alternativa para romper la relación riesgo banca-



rio/crisis soberana. La existencia de una moneda común entre los países de la zona euro ha aumentado la interdependencia entre ellos y ha acentuado la relación entre bancos y deuda soberana y ha acrecentado el riesgo sistémico en la zona.

Se trata, ciertamente, de la pieza clave de la política común europea que comprende un conjunto de iniciativas interrelacionadas: (i) la armonización de la regulación bancaria, (ii) el establecimiento de un mecanismo europeo de supervisión bancaria, (iii) la fijación de prácticas homogéneas de supervisión (*«single rule book»*) por la Autoridad Bancaria Europea (tomando sus siglas en inglés, «EBA»), (iv) el mecanismo europeo de garantía de depósitos, -que supere la pretendida interconexión y coordinación entre los sistemas nacionales existentes- y (v) el establecimiento de un mecanismo europeo de resolución bancaria, a cargo de una única autoridad europea con posibilidades reales de financiación (*«backstop»*)⁴ que limite los riesgos y haga residir en la propia banca, y no en las ayudas públicas, la resolución de las crisis.

La propuesta inicialmente ambiciosa de la Comisión, dio lugar, en diciembre del año 2012, a un acuerdo sobre la Unión Bancaria en la zona euro que sólo se pudo lograr después de una limitación fundamental de su alcance, como lo es el hecho de que los bancos de menor tamaño queden sujetos a la supervisión nacional.

Desde el rescate chipriota y una vez más, se ha vuelto a evidenciar la debilidad de las instituciones financieras europeas y su imposibilidad de reacción frente a situaciones de dificultad, ante las que una pluralidad de autoridades debe tratar de llegar a una resolución común rápida y eficaz. Buena prueba de ello es que el calendario previsto lleva al año 2014 el inicio de una Unión Bancaria que será limitada, asimétrica e incompleta, y que sólo culminaría, probablemente ya concluida la crisis actual, más allá del 2018.

⁴ Ver colaboración de Francisco Uría de KPMG *«La supervisión bancaria europea en 2014: una Unión Bancaria incompleta»*

Las competencias de supervisión bancaria del BCE se han rebajado esencialmente respecto de la posición inicial de la Comisión, al alcanzar sólo a los bancos más relevantes por su volumen de activos o su presencia transfronteriza. En todo caso, la eficaz construcción del nuevo mecanismo único de supervisión europeo exige la total colaboración de las autoridades supervisoras nacionales con el BCE, ya que, al fin y al cabo, son éstas quienes cuentan con los datos históricos, el conocimiento y también con los profesionales adecuados. No es de esperar que esta colaboración suscite excesivos problemas al estar los Bancos Centrales Nacionales dentro de la estructura del Eurosistema y muy integrados con el BCE.

No obstante, la diferente estructura de los sistemas financieros europeos provocará una situación de gran diversidad entre países que, como España, verá como la mayor parte de sus bancos quedarán bajo la supervisión directa del BCE, frente a otros, como Alemania, con numerosos bancos (si bien de tamaño reducido) bajo la competencia exclusiva del supervisor local.

Otra cuestión relevante es la necesaria armonización normativa que, tras los acuerdos de Basilea III, exige que la UE deba dotarse de sus propias reglas, entre las que destaca el paquete normativo conocido como «CRD IV», o nueva Directiva de Requerimientos de Capital. Frente a la intención armonizadora inicial que pretendía fijar estándares comunes de capital, como tantas otras veces ha ocurrido, las diferentes posiciones políticas han conducido a que las autoridades nacionales puedan establecer requerimientos «adicionales», exigibles en su ámbito local.

El resultado será una indeseada falta de homogeneidad en la norma que hace imprescindible que se culmine cuanto antes la aplicación del *«single rule book»*, al menos para los bancos sometidos a supervisión del BCE ya que difícilmente se podrá llegar a alcanzar para las entidades sujetas a supervisión nacional.

Asimismo, hay posiciones distantes que hacen difícil un acuerdo político respecto a la constitución de una autoridad europea de resolución bancaria así como, sobre todo, al establecimiento

de un fondo predotado que sirva para financiar los costes derivados de la reestructuración de las entidades. La diferencia de criterios ha obligado a posponer estas iniciativas, al menos hasta que los acontecimientos obliguen a ver las cosas de otro modo. Las discrepancias políticas se hacen todavía más intensas cuando se discute si las decisiones de esa eventual autoridad europea de resolución, con los fondos de que pudiera disponer (el mecanismo Europeo de Estabilidad «MEDE» u otro distinto), tendrían efectos retroactivos.

Por último hay que mencionar la propuesta de Directiva de los sistemas de garantía de depósitos que continúa su tramitación avanzando, al igual que en los casos anteriores, a base de reducir sus propósitos iniciales. Hasta tal punto se ha alejado de sus primeros objetivos que, a la vista de su contenido y de los debates planteados hasta el momento, parece más cercana la idea mucho menos ambiciosa de armonizar progresivamente los diversos sistemas de garantía de depósitos existentes, que la de crear un auténtico sistema europeo de garantía. Si éste fuera el resultado final y, al igual que en el caso de la iniciativa sobre resolución bancaria comentada, se pospusiera la creación de un fondo de garantía europeo común financiado por la banca, la Unión Bancaria sería incompleta e ineficaz. Los acontecimientos vividos a propósito de la crisis chipriota han puesto de manifiesto la necesidad de contar con un eficaz mecanismo europeo de garantía de depósitos y de resolución bancaria, aplicable, al menos, a los bancos comprendidos en el ámbito competencial de la supervisión directa del BCE.

Siendo éste el estado de las cosas, la solución de compromiso para avanzar más rápidamente, que forma parte de la estrategia europea aprobada, es poner en marcha la supervisión única en manos del BCE en marzo de 2014. Pero hay que ser conscientes que dejar para más adelante la ejecución de los otros dos pilares de la Unión Bancaria conlleva el riesgo de que la coexistencia de un supervisor único y unos mecanismos de resolución nacionales origine fuertes discrepancias e impida el adecuado tratamiento de las cri-

sis bancarias. Este riesgo se puede plantear claramente cuando el supervisor único detecte algún problema en una entidad bancaria y lo tenga que trasladar a la autoridad nacional de resolución que deberá hacerle frente con sus propios recursos disponibles o, en su defecto, apelando a los contribuyentes locales, no comunitarios⁵.

Es cierto que con la supervisión única se puede romper el círculo vicioso entre deuda bancaria y deuda soberana, ya que posibilitará la recapitalización directa de los bancos con problemas, pero mientras no se ponga en marcha la autoridad y mecanismo de resolución y se construya un fondo de depósitos europeo, la supervisión, por sí sola, no servirá para crear un auténtico mercado único bancario.

5.3. *LA APROXIMACIÓN LOCAL: BANCO MALO*

En España ya se había intentado introducir la figura del «banco malo» a través de un modelo descentralizado que permitía constituir una sociedad de gestión de activos específica para cada banco. Sin embargo, siguiendo la hoja de ruta que fijó el Memorando de Entendimiento de julio de 2012 («MoU»), el Real Decreto-ley 24/2012, de 31 de agosto («**Real Decreto-ley 24/2012**»), vino a establecer una figura centralizada, la Sociedad de Gestión de Activos («**SAREB**»), a la que las entidades nacionalizadas y las que se sometieran a un proceso de reestructuración o resolución deberían transmitir sus activos problemáticos. El objetivo de la SAREB es gestionar estos activos y venderlos buscando la máxima rentabilidad para sus accionistas, para lo que cuenta con un periodo de 15 años. La finalidad perseguida es facilitar la recuperación de la confianza en el sistema bancario español y ayudar a restaurar la función de intermediación financiera de los bancos por lo que el éxito de

⁵ Ver artículo «*La Unión Bancaria: una cuestión de supervivencia para el euro*», Santiago Fernández de Lis. Documentos de Trabajo Nº 9, 2013. CUNEF.



esta sociedad es crítico para consolidar la recuperación del sector⁶.

La SAREB se configura como entidad de vida limitada, de capital mayoritariamente privado, con suficiente autonomía en la toma de decisiones y con plan de negocio que debe ser viable a largo plazo. Esta fórmula ha sido muy discutida ya que se separa del proyecto de Directiva de Resolución Bancaria que establece que estas sociedades sean públicas, que se puedan beneficiar del posible «*upside*» de los activos y de una gestión alejada de la cuenta de resultados. Sin embargo se ha considerado que es más eficiente una gestión privada que facilite el ajuste de los sectores involucrados (inmobiliario y financiero) lo más rápidamente posible.

Después de cierto debate la posición final ha sido la de considerar un límite no muy elevado para esta sociedad de gestión de activos. Así el Real Decreto 1559/2012 limita el valor de los activos transferidos en 90.000 millones de euros. Una vez alcanzado el límite, el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria («**FROB**») acordaría que no pueden transmitirse nuevos activos (de facto, no se han transmitido a la SAREB otros activos diferentes de los ya transferidos en diciembre de 2012 y febrero de 2013).

Actualmente la SAREB gestiona un volumen de activos de 50.781 millones de euros procedentes de las entidades cedentes (esto es, entidades nacionalizadas y entidades que han requerido asistencia financiera pública).

En su capital, además del FROB y el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, pueden participar las entidades financieras (potencialmente pueden adquirir la condición de accionistas las entidades de crédito, entidades aseguradoras, empresas de servicios de inversión, instituciones de inversión colectiva, fondos de pensiones, sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, fondos de pensiones o fondos de titulización y sociedades y fondos de capital riesgo). En ningún caso la participación

⁶ Ver colaboración de Antonio Carrascosa del FROB «*Elementos básicos en el diseño del «banco malo» en España*».

pública podrá ser igual o superior al cincuenta por ciento 50% del capital de la SAREB.

A la fecha de elaboración del presente trabajo, la SAREB cuenta con un nutrido grupo de inversores privados y públicos, tanto nacionales como extranjeros⁷.

Un tema controvertido que afecta a la viabilidad económica de la SAREB es el precio al que se hace la transferencia de activos. Aunque la Comisión Europea acuñó un concepto de precio de transferencia ligado al valor económico a largo plazo de los activos, el mercado no ha aceptado precios que no reflejen el deterioro real del valor de aquéllos. Sin llegar a un precio de liquidación, la racionalidad de unos precios bajos es clara en una coyuntura inmobiliaria como la actual. Sin embargo estos precios tan bajos han dado lugar a minusvalías en las entidades de crédito cedentes que aumentan sus necesidades de capital (si bien por otro lado disminuyen los activos ponderados por el riesgo, siendo en general ligeramente positivo el impacto neto de ambos efectos).

En el caso de la SAREB es el Banco de España quien determina el valor de transmisión de todos los activos que se hayan de transferir (y que se expresará como un porcentaje de su valor en libros). Para ello, el Banco de España se basa en los informes de valoración preparados por expertos independientes. Con carácter previo a la transmisión, la entidad aportante realizará ajustes de valoración de los activos cuyo resultado no podrá ser inferior al que correspondería en aplicación de las circulares contables del Banco de España y de la normativa sobre provisiones.

Para facilitar la desinversión la SAREB puede constituir Fondos de Activos Bancarios («**FAB**»), previstos en la Ley 9/2012 y el Real Decreto

⁷ Entre ellos hay 14 bancos nacionales (Santander, Caixa-bank, Banco Sabadell, Banco Popular, Kutxabank, Ibercaja, Bankinter, Unicaja, Cajamar, Caja Laboral, Banca March, Cecabank, Banco Cooperativo Español y Banco Caminos); 2 bancos extranjeros, (Deutsche Bank y Barclays Bank), 1 eléctrica (Iberdrola) 10 aseguradoras (Mapfre, Mutua Madrileña, Catalana Occidente, Axa, Generali, Zurich, Reale, Pelayo, Asisa y Santa Lucía), además del FROB.

1559/2012⁸. Los FAB son agrupaciones de activos y pasivos como patrimonios separados, carentes de personalidad jurídica cuyo objetivo es aislarlos del conjunto de activos de la SAREB conforme a diversos criterios (por ejemplo, por tipo de activo, por localización geográfica o por situación crediticia) con la finalidad de eliminar la exposición al riesgo mediante técnicas de financiación estructurada).

La SAREB ya ha comenzado el proceso de desinversión. Recientemente ha adjudicado a un fondo de capital riesgo activos inmobiliarios (en principio se entiende que agrupados como un FAB) valorados en 100 millones de euros⁹. Asimismo, la SAREB ha realizado una segunda operación de venta de activos a una firma extranjera de un paquete de préstamos sindicados que tenía en Colonial por valor nominal de 245 millones de euros.

Dichas operaciones se han comenzado a gestar al comienzo del verano de 2013, y parecen apuntar hacia una mejora de la situación que ha generado cierto optimismo sobre la posibilidad de venta de activos problemáticos. Los inversores especializados están comenzando a mostrar interés en operaciones de las que anteriormente parecían alejados ya sea porque el precio de venta es lo suficientemente bajo, como para que los inversores internacionales se vean compensados por el riesgo que asumen, o porque se necesitaba la confirmación de que la economía española comienza a estabilizarse.

5.4. LA PROPUESTA DE DIRECTIVA DE RESOLUCIÓN BANCARIA

La crisis, que ya ha cumplido más de cinco años desde su inicio, ha puesto a prueba la capacidad

nacional e internacional de gestionar los problemas del sector bancario, que ha mostrado numerosas deficiencias de funcionamiento. Desde los primeros momentos, la comunidad internacional comenzó a trabajar en varios frentes para intentar resolverlas siendo uno de los elementos más críticos el de los mecanismos de resolución de crisis bancarias. Este mecanismo es uno de los que se comprenden en la propuesta de creación de una Unión Bancaria junto con otros ya citados en el punto 5.2 anterior: (i) la armonización de la regulación bancaria, (ii) el establecimiento de un mecanismo europeo de supervisión bancaria, (iii) la fijación de prácticas homogéneas de supervisión «*single rule book*» y (iv) la creación de un mecanismo europeo de garantía de depósitos).

En octubre de 2011, el FSB publicó las «Características Clave de los Regímenes Eficientes de Resolución de las Entidades Financieras». En la UE comenzó, en 2012, a tramitarse la Propuesta de Directiva de Resolución Bancaria que tiene por objeto armonizar los regímenes de resolución de los Estados miembros conforme a estos principios del FSB.

Hay varios elementos clave que enmarcan las discusiones sobre los posibles regímenes de resolución, que se centran en concretar quien debe asumir las pérdidas (accionistas y financiadores de la entidad *-bail-in-*, fondos de mutualización de riesgos del sector o el dinero público *-bail-out-*).

No cabe duda de que una deseable estabilidad financiera requiere de reglas de resolución claras, armonizadas y que resulten en un proceso ordenado y no basado en el apoyo financiero público. También es imprescindible que exista una autoridad de resolución con poderes suficientes para gestionar las crisis de forma ordenada.

Los mecanismos de resolución pueden ayudar mucho en el proceso de reforma de la regulación financiera en favor de un sistema más sólido y estable que incentive la mejora en los sistemas de análisis de riesgos y la asunción de responsabilidades por las decisiones tomadas. Si los financiadores de un banco son conscientes de que pueden asumir pérdidas en caso de resolución, seleccionarán con más prudencia a las entidades a las

⁸ La normativa de instituciones de inversión colectiva y la de fondos de titulización de activos son aplicables supletoriamente al régimen jurídico de los FABs en lo no contemplado por la Ley 9/2012 y el RD 1559/2012.

⁹ Este primer paquete está compuesto por un total de 939 viviendas ubicadas en Andalucía, Canarias, Cantabria, Cataluña, la Comunidad Valenciana, Baleares, Madrid, y Murcia.

que financien y, de esa manera, incentivarán comportamientos más prudentes por parte de los gestores, suponiendo un estímulo para la disciplina de mercado.

En el artículo correspondiente que se incluye en esta edición del Observatorio¹⁰, se describe el contenido de la Propuesta de Directiva de Resolución Bancaria y la posición del ECOFIN sobre la misma, y se exponen las razones por las que los regímenes de resolución bancaria deben ser distintos de los ordinarios de insolvencia y cuáles deben ser las características básicas de un régimen eficiente de resolución. Por razones prácticas, en muchos casos, es menos dañina para la economía en su conjunto la aplicación de un tratamiento especial a un banco con problemas que la liquidación en el marco del régimen de insolvencia, con sus demoras e incertidumbres. De hecho, el factor tiempo es de especial relevancia para el sector financiero lo cual dificulta que una entidad se pueda permitir una liquidación ordinaria.

El FSB ha señalado cuales deben ser los objetivos principales de la resolución bancaria: (i) garantizar la estabilidad financiera, (ii) asegurar la continuidad de los servicios financieros críticos de los bancos en dificultades y (iii) la protección de los depositantes. Desde el punto de vista de la financiación, el régimen de resolución debe garantizar la absorción de pérdidas por parte de los accionistas y acreedores no protegidos y no debe depender del apoyo financiero público ni explícita ni implícitamente. Lo que está claro es que los depósitos cubiertos (hasta 100.000 euros) nunca asumirían pérdidas puesto que esa cantidad está protegida.

Una cuestión que se debate en la actualidad es si dentro de los pasivos no subordinados debe haber excepciones y si éstas deben estar tasadas o, si por el contrario, debe haber discrecionalidad para la autoridad de resolución nacional. En general, se considera que ciertos pasivos no deberían sufrir pérdidas ya que si fueran asumi-

das, el impacto en la estabilidad financiera sería mayor. La Comisión propone dejar a discreción de la correspondiente Autoridad de Resolución nacional la exclusión de algunos pasivos, pudiendo, en ese caso, hacer que el Fondo de Resolución asuma sus pérdidas, o bien hacer recaer la carga sobre el resto de acreedores (siempre con el límite de que no queden en peor situación que en una hipotética liquidación).

Esta cuestión está siendo objeto de intensos debates pues las implicaciones son claras: cuantos más pasivos se excluyan menos habrá disponibles para asumir pérdidas «*bail-in*» y, por tanto, más riesgo habrá de «*bail-out*». El mismo debate se aplica a la discrecionalidad: si bien da flexibilidad para adaptarse a cada caso, se abre el riesgo de aplicación asimétrica entre países y, como consecuencia, la posibilidad de que los inversores especulen sobre la probabilidad de «*bail-in*» en las diferentes jurisdicciones. Por supuesto, la existencia de una autoridad de resolución única en el marco de la Unión Bancaria, eliminaría esta posibilidad ya que la discrecionalidad se aplicaría con carácter general y no daría lugar a asimetría en la aplicación de la resolución. La solución a la que ha llegado el Consejo Europeo es exigir un mínimo de *bail-in* del 8% del total del pasivo antes de poder introducir cualquier tipo de flexibilidad. En casos de crisis sistémicas puede ser inevitable que, en última instancia, se necesite la aportación de dinero público a un banco. Cuando es así, el dinero público viene a proteger a los titulares de determinados pasivos que, como consecuencia de esa intervención, dejan de asumir pérdidas. Su justificación estriba en que hay pasivos a los que resulta conveniente otorgar esa protección. Es decir, el rescate público de un banco equivale al rescate de los titulares de determinados pasivos que dejan de asumir pérdidas. En ningún caso debe entenderse como el rescate del equipo gestor que debería ser reemplazado y asumir, en su caso, las correspondientes responsabilidades.

La Propuesta de Directiva de Resolución Bancaria es un elemento clave en la creación de un sector financiero europeo más sólido y estable; más aún si se pone en relación con el conjunto de

¹⁰ Ver artículo de Mario Delgado Alfaro del FROB «*La Directiva europea de Recuperación y Resolución Bancaria*».

medidas regulatorias adoptadas en los últimos años o todavía en discusión y, muy especialmente, con la Unión Bancaria. El paso hacia una mayor responsabilidad de la entidad y a la asunción de pérdidas por accionistas y financiadores en general («*bail-in*») se considera que es el camino adecuado al reforzar la disciplina de mercado.

Todo ello sin perjuicio de que la consolidación de medidas preventivas tales como el fortalecimiento de capital, el control del endeudamiento, la prudencia en la actividad de concesión de préstamos o el análisis de resolubilidad, sean elementos esenciales para reducir la probabilidad de crisis.

5.5. EL GOBIERNO CORPORATIVO Y EN PARTICULAR EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LOS BANCOS

El Plan de Acción de la Unión Europea de diciembre de 2012 («*Action Plan: European company law and corporate governance – a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies*»), tiene como prioridad aumentar el nivel de transparencia de las empresas, de su gobierno corporativo, la participación de los accionistas, en particular en el largo plazo, y simplificar las operaciones transfronterizas. Desde el punto de vista del buen gobierno además aborda la mejora de la diversidad de los Consejos, las políticas de gestión de riesgos y las políticas de voto de los inversores institucionales.

El compromiso de los accionistas, eficaz y sostenible, se considera una de las piedras angulares del modelo de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, que depende, entre otras cosas, de mecanismos internos de control y equilibrio entre los distintos órganos y partes interesadas. Entre las iniciativas planteadas por la Comisión Europea para fomentar y facilitar el compromiso de los accionistas a largo plazo se mencionan: (i) la mayor transparencia sobre las políticas de remuneración y su voto, (ii) la mejor supervisión por los accionistas de las transacciones con partes vinculadas, y (iii) la regulación de los *proxy advisors*.

En España, se ha publicado la esperada Orden Ministerial sobre los informes anuales de Gobierno Corporativo y de Retribuciones, que ha incluido la reglamentación de la tipología de los Consejeros (que abandona el ámbito natural de las recomendaciones de Buen Gobierno, sujeto al «*Comply or explain*»). En general la regulación de los informes parece adecuada, con el fin de que se establezcan criterios homogéneos, y por tanto comparables, de la información publicada.

No obstante, la novedad más relevante está en la constitución por el Gobierno el 10 de mayo de este año, de una Comisión de expertos en materia de gobierno corporativo, como parte del Plan Nacional de Reformas 2013, y con el fin de mejorar la eficacia y responsabilidad en la gestión de las sociedades españolas y situar los estándares nacionales al más alto nivel internacional. El calendario de trabajo es apremiante. Esa Comisión debe remitir en cuatro meses, coincidiendo con la edición de este trabajo, una propuesta de medidas para mejorar el marco normativo, para su adopción en los dos meses siguientes. Una vez concluido el informe de esa Comisión, la Comisión Nacional del Mercado de Valores («*CNMV*») completará la revisión del Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas en los siguientes cuatro meses. Asimismo, se ha presentado un anteproyecto de Código Mercantil, en fase de consulta pública, que recoge un amplio conjunto de novedades en materia de gobierno corporativo, en particular en lo referente a las sociedades cotizadas.

El mandato que se le dio a la Comisión de expertos persigue fundamentalmente llevar a cabo un análisis sobre los siguientes aspectos: (i) potenciar el rol de la Junta de Accionistas en cuanto al control de las políticas retributivas de los órganos de gobierno y alta dirección de las entidad; (ii) valorar la creación de un Código de Buenas Prácticas dirigido a entidades no cotizadas; y (iii) redefinir las funciones del Consejo de Administración, que persiga el incremento del valor de la compañías y la adecuada retribución del accionista, aumentando la transparencia al mercado, los accionistas y los inversores.



Asimismo, y ya en el ámbito estricto de la gobernanza de los Bancos, un Real Decreto de 12 de abril de 2013, ha incorporado al Ordenamiento español los criterios de la EBA sobre la evaluación de la adecuación de los miembros del órgano de administración y de los titulares de funciones clave. Concreta algunas de las reglas ya existentes en cuanto a la honorabilidad comercial y profesional, experiencia y buen gobierno, e impone que las entidades cuenten con unidades y procedimientos internos adecuados para llevar a cabo la selección y evaluación, siempre en proporción al carácter, escala y complejidad de sus actividades.

Se trata de una regulación que, en líneas generales, es congruente con la posición de los *proxy advisors* que piden a las compañías cotizadas que, a través de sus Consejos, adopten procedimientos formales, rigurosos y transparentes para evaluar a los candidatos a la hora de ser elegidos o reelegidos como Consejeros, especialmente a los consejeros independientes. En este punto, destaca la Comisión de Nombramientos de cada entidad que deberá establecer, anticipar y mitigar los riesgos reputacionales asociados a la proposición de los candidatos. Ese sistema interno de evaluación debería concretar sus conclusiones y recomendaciones de mejora. Son fórmulas para mejorar la profesionalización de los Consejos sobre las que cabe preguntarse si su aplicación debiera extenderse a otras entidades cotizadas que por su naturaleza, ámbito de actuación o tamaño no distan mucho de los primeros.

En los últimos años y a raíz de la crisis financiera, se observa la práctica de fijar algunas reglas o recomendaciones especiales para los bancos, que tuvieron su justificación para casos y en materias precisas, como las referentes a la organización y funcionamiento de las Comisiones de Auditoría, algunas reglas de transparencia y estructura de retribuciones y algún aspecto de la evaluación e idoneidad de los Consejeros. Un buen ejemplo lo encontramos en la Guía de EBA sobre Gobierno Interno de 2011, que identifica fallos que se concretan en que la complejidad de las entidades no se contrarrestaba suficientemente con procedimientos de gobierno interno ade-

cuados, así como en el control deficiente por parte de la función de supervisión del órgano de dirección. No obstante, parece en cambio que lo que fue una concreción especial para los bancos de algunas reglas de gobierno corporativo está empezando a convertirse en una especie de «gobierno corporativo sectorial» cuyos límites están menos definidos, y parece mucho menos fundado.

5.6. EL SISTEMA BANCARIO EN LA SOMBRA

El endurecimiento progresivo de los requisitos aplicables a la actividad bancaria ha acentuado el temor de los supervisores a que se pueda estar incentivando la transferencia de actividades bancarias reservadas a entidades no bancarias o con una menor regulación. La voz de alarma de este nuevo riesgo fue dada por el FSB en un informe de 2011¹¹ que puso la cuestión sobre la mesa. La Comisión Europea publicó, en marzo de 2012, su libro verde sobre el Mercado Bancario en la Sombra y, el 4 de septiembre de 2012, una Comunicación sobre la misma materia.

En su informe, el FSB definía el sistema bancario en la sombra como «sistema de intermediación crediticia conformado por entidades y actividades que están fuera del sistema bancario tradicional». Esta definición implica que el sistema bancario en la sombra se basa en dos pilares interrelacionados:

- (i) Por un lado, las entidades que operan fuera del sistema bancario ordinario y que realizan alguna de las actividades siguientes:
 - aceptación de fondos con características similares a las de los depósitos;
 - transformación de vencimientos y/o de liquidez;
 - transferencia del riesgo de crédito; y

¹¹ Informe de evaluación de las medidas del G20 de noviembre de 2011, «*Overview of Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability*».

- utilización de apalancamiento financiero directo o indirecto.
- (ii) Por otro, las actividades que podrían actuar como importantes fuentes de financiación de las entidades no bancarias. Estas actividades incluyen titulización, préstamos de valores y operaciones con compromiso de recompra («repos»).

Bajo esta definición, el alcance de la banca en la sombra es amplísimo. De hecho, este concepto se encuentra interrelacionado con buena parte de las medidas e iniciativas de regulación que se abordan en este trabajo, ya que a la postre, el «*shadow banking*» comprende cualquier forma de financiación o intermediación del crédito no bancaria. Lo son tanto las actividades de inversión colectiva, como los instrumentos del mercado monetario y el propio ámbito asegurador.

Así, la Comisión Europea en su Libro Verde relaciona algunas de las iniciativas legislativas encaminadas a evitar que las actividades que se regulan caigan en la «sombra»:

- Los fondos de inversión: la Directiva sobre los gestores de fondos de inversión alternativos («**AIMFD**») a la que se hará referencia más adelante ya aborda una serie de cuestiones relacionadas con el sistema bancario en la sombra;
- Los fondos del mercado monetarios («**FMM**») y los fondos cotizados («**ETF**») son también objeto de regulación y recomendaciones específicas dentro de la legislación en vigor relativa a los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios;
- Las agencias de calificación crediticia, pese a que son agentes que no están apalancados y no realizan directamente la transformación de vencimientos, desempeñan un papel importante en la cadena de intermediación de crédito, al calificar productos y entidades y por eso también han sido objeto de regulación específica (aparte de que su funcionamiento haya sido muy cuestionable para el sistema bancario en la sombra o no);
- El sector asegurador: la Directiva Solvencia

II se ocupa igualmente de una serie de cuestiones relacionadas con el sistema bancario en la sombra, ya que prevé una regulación exhaustiva basada en un enfoque económico y centrado en el riesgo, junto con estrictos requisitos en materia de gestión del riesgo, entre ellos el principio de prudencia para las inversiones.

En opinión de este Observatorio, el perímetro de actividades que se consideran «*shadow banking*» es excesivo si la solución pasa por extender la regulación a nuevas actividades y negocios. Si el riesgo de transferencia de actividades hacia la banca en la sombra se origina por la sobreregulación de las entidades de crédito, no parece adecuado extender este exceso regulatorio a otros sectores al objeto de que no resulte atractivo acudir a ellos y evitar, así, el arbitraje regulatorio. A nuestro juicio debería replantearse el enfoque reflexionando sobre la causa misma del «*shadow banking*» para encontrar soluciones que no caigan en el error de regularlo todo para que no quede ninguna actividad en la «sombra», entendiéndola ésta como aquel lugar donde no hay una sobreregulación.

6. PARAÍOS FISCALES Y PREVENCIÓN DE BLANQUEO DE CAPITALES

6.1. PARAÍOS FISCALES

En lo referente a los paraísos fiscales, no han existido nuevas iniciativas respecto a lo señalado en la edición anterior, si bien se ha consolidado la senda de reducción del número de países que tienen esta consideración, excluyéndoles de las correspondientes listas¹² mediante la firma de convenios bilaterales de intercambio de informa-

¹² No existe una única lista de paraísos fiscales, ya que cada país u organización aplica sus propios criterios de valoración, muchas veces con un grado de subjetividad importante. La clasificación más utilizada es la efectuada por la **OCDE**.



ción, lo que si bien palia en parte el problema, lo deja aún lejos de una solución definitiva. La reciente entrada en vigor de la Directiva AIFMD en julio 2013, que restringe la posibilidad de comercializar en la UE fondos alternativos situados en paraísos fiscales (domicilio actual de la mayoría de *Hedge Funds*), ha sido uno de los elementos que han contribuido a acelerar esta tendencia.

A pesar de estas iniciativas, se observa una cierta falta de determinación para solucionar el problema de los paraísos fiscales. Si bien muchos países han salido de las listas, lo cierto es que lo han hecho mediante la firma de acuerdos de intercambio de información con al menos otros doce países, en muchos casos de muy escasa relevancia o muy similares en cuanto a su manera de afrontar el problema (antiguos paraísos fiscales). En la práctica, estos acuerdos prevén el intercambio de información caso por caso, en función de solicitudes concretas, y no autorizan un envío general de datos, lo que plantea serias dificultades para su efectividad¹³.

La globalización de la economía y de los movimientos financieros hacen que las iniciativas para la eliminación de los paraísos fiscales no puedan ser llevadas a cabo por un país de forma aislada sino que deban tener carácter multilateral, auspiciados por acuerdos del G-20.

Una posible solución a este problema consistiría en que los Estados y organismos internacionales –G-20, ONU, OCDE y Comisión Europea– acordaran que para dejar de calificar a un país como paraíso fiscal se aceptara un intercambio automático de información que fuera predeterminado. Tibias declaraciones recomendando simplemente su aplicación no solucionan el problema. Es necesaria una acción más decidida y contar con una lista unificada de general aceptación.

Las actuaciones penales llevadas a cabo por Estados Unidos («**EEUU**»), Alemania y Francia para perseguir el fraude criminal cometido

mediante la utilización de paraísos fiscales han demostrado su eficacia, y han permitido avanzar en la suscripción de acuerdos que están cuestionando de hecho el secreto bancario de territorios como Suiza¹⁴.

FATCA

En los EEUU se aprobó en marzo de 2010 una norma –*The Foreign Account Tax Compliance Act* (FATCA)– dirigida a actuar contra el fraude fiscal mediante la utilización de sistemas de intercambio de información. La norma va dirigida a combatir el fraude fiscal cometido por personas físicas consideradas *Us person* y sujetas a obligaciones fiscales en dicho país, que, con el fin de ocultar determinados rendimientos derivados de inversiones en activos financieros, deciden obtenerlos a través de cuentas *off-shore* mantenidas con entidades financieras extranjeras.

Según dicha norma, las instituciones financieras extranjeras tienen la obligación de inscribirse en un registro y declarar información relativa a ciertas cuentas propiedad de personas y entidades norteamericanas, y si no lo hacen las entidades que paguen rendimientos procedentes con origen en los EEUU sufrirán una retención del 30% sobre los pagos efectuados.

A raíz de FATCA, Francia, Alemania, Italia, España y el Reino Unido, han acordado con EEUU, sustituir estas obligaciones por un sistema de intercambio automático de información respecto de las cuentas que posean residentes en estos países en instituciones financieras estadounidenses, y viceversa. El acuerdo consiste en sustituir la obligación de información y retención de instituciones financieras nacionales ante EEUU, por un planteamiento intergubernamental, de tal manera que sean las autoridades tributarias de cada país las que se relacionen con las entidades financieras, y se sustituya el sistema de reten-

¹³ Ver «*El fraude fiscal en España. Situación y propuestas para combatirlo*». José María Peláez Martos. Implicaciones de la economía sumergida en España. 2011.

¹⁴ Ver «*Lucha contra el fraude fiscal en España. Deficiencias y medidas necesarias*». Organización Profesional de Inspectores de Hacienda del Estado (IHE). 2012.



ción por un sistema de información automático entre administraciones fiscales, referido a cuentas que posean en los Estados Unidos residentes del socio FATCA.

Este sistema permitirá a las autoridades tributarias españolas, por reciprocidad, obtener información, de forma periódica y recurrente, de las cuentas bancarias que posean entidades españolas en Francia, Alemania, Italia, Reino Unido y EEUU.

Sería conveniente que estos acuerdos se extendieran a otras jurisdicciones mediante la promoción activa de la firma de este tipo de convenios. Se trata de acuerdos eficaces para luchar contra el fraude fiscal que España debiera impulsar para obligar a las instituciones financieras extranjeras que tengan depositados fondos propiedad de españoles al intercambio automático de datos bancarios, que incluya los estándares mínimos de información necesarios o alternativamente a practicar en el origen una retención del 30%.

6.2. LA PREVENCIÓN DEL BLANQUEO DE CAPITALS

El blanqueo de capitales es uno de los delitos de mayor impacto social y económico con cifras que se estima pueden representar el 5% del PIB mundial. Las consecuencias negativas de esta actividad delictiva tienen un reflejo directo en las economías nacionales y en los sistemas financieros de los países afectados, lo que lo convierte en un asunto que debe ser abordado con decisión.

Esta situación ha dado lugar a una política internacional coordinada cuya primera iniciativa fue la creación del Grupo de Acción Financiera («GAFI») en 1989 que contiene unos principios y recomendaciones, cuyas primeras versiones se remontan a la última década del siglo pasado, y que han servido de base para el desarrollo de las normas internacionales en esta materia.

En España, la Ley 10/2010, de 28 de abril de 2010, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, sigue estos

principios y conforma un nuevo marco legislativo que refuerza el papel de los sujetos obligados en la prevención y colaboración con la Administración. Aunque se trata de una regulación adecuada y moderna en el contexto de las normas internacionales, hasta ahora no ha llegado a ser desarrollada por un Reglamento en el que se debería concretar su aplicación, lo que ha dejado a los sujetos obligados un cierto ámbito de inseguridad jurídica poco deseable. Esta situación transitoria acabará próximamente ya que se ha publicado un proyecto de Real Decreto, que parece reforzar las obligaciones de diligencia debida más allá de las recogidas en la Ley, por el que se aprueba el esperado Reglamento de la Ley 10/2010, que derogará el Reglamento actual aprobado por Real Decreto 925/1995, de 9 de junio.

Esa Ley traspuso la Directiva 2005/60/CE (3ª Directiva), que contiene un tratamiento unificado de la prevención del Blanqueo de Capitales y de la Financiación del Terrorismo, incluye un nuevo concepto de blanqueo, amplía el espectro de sujetos obligados e incorpora el enfoque basado en el riesgo (*risk based approach*).

La nueva regulación determinó un cambio sustancial en el papel de los sujetos obligados, que pasaron de ser simples colaboradores que informan a las autoridades, a ser actores principales en la investigación e identificación de las operaciones y personas sospechosas de blanqueo.

En Europa y aún más desde el inicio de la crisis, que ha acrecentado el riesgo de utilización de estructuras financieras para blanquear dinero, las entidades financieras han debido incrementar los recursos y procedimientos dedicados a la lucha contra esta actividad delictiva.

Asimismo, la Comisión Europea ha continuado su proceso normativo y, el pasado 5 de febrero de 2013, ha adoptado dos propuestas destinadas a reforzar la regulación de la lucha contra el blanqueo de capitales y las transferencias de fondos. Estas propuestas como las anteriores, recogen las recomendaciones del GAFI sobre la materia y completan otras medidas de la Comisión. La primera propuesta es un Reglamento relativo a la



información que debe acompañarse a las transferencias de fondos para garantizar su debida trazabilidad, y la segunda es una propuesta de Directiva relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y para la financiación del terrorismo (4ª Directiva sobre la materia).

La propuesta de Directiva continúa con su enfoque basado en el riesgo. Cabe destacar las siguientes medidas:

- Introduce un mecanismo claro de identificación de los titulares reales, disponiendo que las entidades lleven un registro en el que consignen la identidad de las personas que están realmente detrás de cada sociedad.
- Da mayor claridad y transparencia a las normas sobre la debida diligencia respecto a los clientes, con la finalidad de que se implanten controles y procedimientos adecuados que garanticen un mejor conocimiento y una comprensión más profunda de la naturaleza de los negocios de sus clientes.
- Hace extensivas las disposiciones referentes a las personas del medio político (es decir, personas que pueden suponer un mayor riesgo debido a los cargos políticos que ocupan) a las personas del medio político «nacional» (las que residen en los Estados miembros de la UE), además de las «extranjeras», y a las que trabajan en organizaciones internacionales. Quedan incluidas entre tales personas, en particular, los jefes de Estado, miembros del gobierno, parlamentarios, y miembros de los tribunales supremos.
- Amplía su ámbito de aplicación para afrontar nuevas amenazas y puntos débiles (garantizando, por ejemplo, la cobertura del sector de los juegos de azar) e incluye una referencia expresa a los delitos fiscales.
- Promueve normas más rigurosas para la lucha contra el blanqueo de capitales, estableciendo requisitos más estrictos que los exigidos por el GAFI, al incluir en su ámbito de aplicación a toda persona que comercie con bienes o preste servicios que deban

abonarse en efectivo y cuyo importe sea superior o igual a 7.500 euros.

- Refuerza la cooperación entre las diferentes unidades de información financiera nacionales.

La nueva Directiva en tramitación parece necesaria para contrarrestar los nuevos riesgos aparecidos a la vista de la progresiva evolución del blanqueo de capitales, por el desarrollo de nuevas tipologías y tendencias, y de adaptar la legislación de acuerdo con las novedades de obligado cumplimiento que introdujo el GAFI en la revisión de sus 40 Recomendaciones en febrero de 2012.

Resulta necesario un mayor esfuerzo de las organizaciones en su conjunto, para hacer posible un mejor conocimiento del cliente, así como la identificación del titular real, para lo que se deberán evitar las estructuras intermedias que impidan ese conocimiento.

SUJETOS OBLIGADOS Y ÁMBITO DE ACTUACIÓN

La tendencia normativa dirigida a ampliar el ámbito de actuación y a hacer de los sujetos obligados colaboradores responsables en la lucha contra el blanqueo ha llevado a incluir un amplio elenco de entidades, no solo financieras (despachos de abogados, notarios, casinos de juego, joyeros, anticuarios,...), en el ámbito de aplicación de los requerimientos lo que les obliga a contar con medidas de prevención. En general, las entidades financieras, con larga tradición en esta materia, han desarrollado herramientas y cuentan con medios técnicos, procedimientos y unidades organizativas que les permiten colaborar adecuadamente con la Administración en la prevención del blanqueo de capitales. Este no parece ser el caso del resto de sujetos obligados por lo que el acento de los supervisores y reguladores debería posiblemente centrarse en el resto de sujetos obligados, menos avanzados en el cumplimiento de esas funciones de prevención.

Desde el punto de vista de la actividad bancaria, la norma considera especialmente relevante,

por estimarlas como actividades de mayor riesgo, la prevención de blanqueo en los ámbitos de la banca privada y en la financiación del sector inmobiliario. Y en la esfera de la banca internacional, los criterios de rigor que se aplican en la casa matriz –sistemas de prevención, alertas, alarmas, etc.– deberán exigirse a las filiales en otros países fuera de la UE.

En la esfera de las entidades no financieras, existen dos nuevas amenazas derivadas de la sofisticación del delito de blanqueo y de los avances tecnológicos: el juego *on line* (se trata de uno de los ámbitos en el que más posibilidades existen de ruptura de las reglas de prevención de blanqueo) y la ciberseguridad (uso de tarjetas de crédito en internet, ...).

En suma, las normas de prevención del blanqueo de capitales han extendido su ámbito y exigencias de forma que los sujetos obligados cumplan un papel principal en la detección y colaboración con la Administración. Pero esto no es suficiente. Las cifras sobre capitales ocultos y la lista de países y entidades que colaboran con esta actividad ponen de manifiesto que no se trata solamente de un problema de normas y medios en las entidades obligadas sino que es un problema de la sociedad en su conjunto que va más allá de las normas. Por ello, se debe promover un sentimiento social que rechace estas prácticas irregulares como un medio para defender el sistema y favorecer la convivencia.

Por último, las administraciones reguladoras y supervisoras, nacionales e internacionales, al tiempo que exigen a las unidades de prevención de los sujetos obligados la dotación de recursos suficientes para la prevención del blanqueo, deberían dotarse ellas mismas de medios, recursos suficientes y prácticas de inspección modernas, adecuadas y actualizadas que les permitan combatir esta lacra social de ámbito global.

7. EL NUEVO MERCADO DE INVERSIÓN COLECTIVA EN EUROPA

En lo referente a la inversión colectiva destacan dos grandes grupos de novedades:

- De una parte los avances en el campo de los fondos armonizados o UCITS. En este punto destaca la revisión que se está haciendo en la actualidad de 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 («**Directiva UCITS**»).

En este ámbito destaca la Propuesta que tiene como finalidad modificar la Directiva UCITS, en los tres principales aspectos que están todavía pendientes de armonización a nivel de la Unión Europea: régimen del en lo relativo a las funciones del depositario, políticas de remuneración y sanciones (la «**Propuesta UCITS V**»).

La principal modificación que introduce la Propuesta UCITS V en la figura del depositario es el establecimiento novedoso de un régimen de responsabilidad cuasi objetiva que le obliga a responder si se pierden los activos en custodia (y subcustodia), y a reemplazarlos cuanto antes por otros del mismo tipo o valor, no pudiendo liberarse de esta obligación, salvo si acredita la concurrencia de un hecho externo y fuera de su control razonable y cuyos efectos no hubieran podido evitarse a pesar de realizar todas las actuaciones razonablemente exigibles al depositario. Adicionalmente, se establece que esta responsabilidad no puede modificarse o excluirse por la vía contractual y que alcanza a las actuaciones realizadas por el subdepositario. A la fecha actual están pendientes de concreción por normativa de nivel II, determinados aspectos que, según como se interpreten podrían mitigar en parte este régimen de responsabilidad tan estricto (p.ej, que se entienda «fuera del control razonable»).

Otra de las novedades destacables que respecto del depositario introduce la Propuesta UCITS V es la función de supervisión y control de los flujos de efectivo de las IIC, consistente en que la entidad depositaria es responsable de asegurar que el efectivo



de las IICs está correctamente registrado en cuentas abiertas a su nombre (o de la gestora, o el depositario, en nombre y representación de la IIC) y que no se realiza ninguna transferencia sin su conocimiento (para evitar transferencias fraudulentas). Si bien la Propuesta UCITS V recoge esta función de forma relativamente genérica, cabe esperar que tenga una mayor concreción en la normativa de desarrollo. La normativa española ya recoge esta función en la Orden del Depositario, aunque no se regula en detalle en qué consiste

Adicionalmente, como iniciativa de más largo plazo, cabe destacar la consulta a la industria que la Comisión Europea difundió el 26 de julio de 2012 sobre distintos aspectos de la Directiva UCITS. Se trata de una consulta muy amplia, que aborda los principales temas que marcarán las futuras reformas en UCITS. La fecha límite para las respuestas de la industria se fijó el 18 de octubre de 2012 y la propia Comisión estimó un periodo de 2 años (como mínimo) para que el proceso cristalice en nueva regulación o reformas en la regulación de UCITS. Esta consulta, que se conoce en la industria como UCITS VI, aborda, de una parte, la posible flexibilización de determinados aspectos de UCITS, como por ejemplo, la viabilidad de un pasaporte del depositario, pero, también plantea la posible restricción en la utilización de determinados instrumentos financieros y técnicas para gestionar de modo más eficaz la cartera, que por su excesiva sofisticación y el riesgo que conllevan, pueden no ser aptas para un producto destinado al inversor minorista.

- En segundo lugar, en el ámbito de los fondos no UCITS, debemos referirnos a la Directiva AIFMD que si bien ya fue publicada hace más de dos años, ha tenido desarrollos de Nivel II durante el año pasado y en este año que vienen a clarificar (i) el sistema de cálculo de los activos bajo gestión que

determinan el umbral del ámbito de aplicación de la Directiva; (ii) la regulación del depositario y la responsabilidad y requisitos de depositarios situados en terceros países; (iii) el cálculo del nivel de apalancamiento e información sobre el mismo al supervisor y (iv) los requisitos de supervisión de países terceros. Estos aspectos han sido abordados por los Reglamentos de la Comisión N° 447/2013 y N° 448/2013 (ambos de Nivel II) y por el Reglamento N° 231/2013.

Por último, es de destacar que el plazo de transposición de la AIFMD vencía en verano de 2013 sin que el legislador español haya procedido a implementar en tiempo esta regulación que aún se encuentra en proyecto de Ley (en concreto existen dos anteproyectos, uno relativo a las instituciones de inversión colectiva y otro a las entidades de capital riesgo y otras sociedades de inversión) y no se espera sea aprobada en plazo breve. La falta de transposición en el plazo fijado para ello, ha obligado a la CNMV a publicar unas pautas que serán de aplicación durante el periodo transitorio en el que continúe su tramitación.

8. LA REFORMA DE LA POSTCONTRATACIÓN

8.1- LA REFORMA DE LA POSTCONTRATACIÓN EN ESPAÑA

En el Observatorio correspondiente al año 2012, tuvimos ocasión de exponer las líneas generales de la reforma del sistema español de *post trading*, que incluye los ámbitos de compensación, liquidación y registro/custodia, todos ellos posteriores a la contratación de operaciones.

Entonces ya señalamos que una finalidad principal de la reforma, era la de dotarse de un sistema compatible con el Proyecto TARGET2Securities, gestionado por el Banco Central Europeo, que va a constituir una única plataforma de liquidación para Europa, como prestador de servicios a los Depositarios Centrales de Valores («DCV») nacionales.

Otras referencias regulatorias europeas, relacionadas con el proyecto de reforma, son el Reglamento 648/2012, de 4 de julio («EMIR») y el Proyecto de Reglamento sobre Depositarios Centrales de Valores.

Entre los elementos esenciales de la reforma en nuestro país, se incluye (i) la liquidación por saldos en la parte de valores, (ii) la consecuente eliminación del sistema de Referencias de Registro, (iii) la interposición de una Entidad de Contrapartida Central («ECC»), y (iv) una diferenciación funcional para las entidades que quieran ser activas (contratación, compensación, liquidación y registro).

En el último año el proyecto de reforma ha seguido progresando. Así, la CNMV ha hecho público el día 13 de mayo de 2013 un documento denominado «Publicación de los documentos sobre los principales puntos de consenso alcanzados en el proceso de reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores en el Mercado español», que contiene los avances más destacados en este proyecto.

Con la publicación de dicho documento, han quedado definidas la mayoría de las cuestiones relativas al funcionamiento de la nueva ECC, y del nuevo sistema de registro y liquidación. También se perfilan con bastante detalle los diferentes tipos de entidades intervinientes, y cómo pueden interactuar con las infraestructuras de *post trading*, la ECC y el DCV. En el trabajo incluido en esta edición del Observatorio¹⁵ se revisan brevemente todas estas materias.

La reforma se va a ejecutar en dos fases. Una primera afectará a la Renta Variable y a la puesta en marcha de la ECC y una segunda en la que se incluirá en el sistema la Renta Fija y la conexión a TARGET2Securities.

El horizonte temporal para culminar el proceso de reforma se fija en el segundo trimestre de 2015 para la primera fase, y en febrero de 2017 para la segunda.

La reforma que se está acometiendo es de gran trascendencia para el mercado español y requerirá un gran esfuerzo de adaptación de las entidades intervinientes que deberán redefinir su modelo de negocio en un plazo de tiempo corto. Por ello, es urgente que los organismos reguladores pongan a disposición de las entidades los necesarios documentos técnicos para acometer el proceso.

Una vez implantado el nuevo sistema ofrecerá ventajas funcionales y operativas a los intervinientes y será compatible con TARGET2Securities haciéndolo más moderno y eficiente. Asimismo proveerá de un sistema de información de gran utilidad para la supervisión del sistema.

8.2. EL NUEVO MARCO JURÍDICO DE LOS DERIVADOS OTC

La crisis financiera que se inició en el año 2007 puso de manifiesto la necesidad de una mayor transparencia y regulación de los derivados OTC, así como de las entidades participantes en los mercados OTC. El objetivo era, por un lado, limitar el riesgo excesivo y opaco que se tomaba a través de estos productos y, de otro lado, reducir el riesgo sistémico al que contribuían. Ello motivó que, en la cumbre de Pittsburgh de 26 de septiembre de 2009, los dirigentes del G-20 acordaran dentro de su programa de reforma los siguientes compromisos en relación con todos los contratos derivados OTC: (i) los estandarizados deberían compensarse a través de una ECC; (ii) los que no fueran compensados debían estar sujetos a mayores requisitos de capital; (iii) debían notificarse a un registro de operaciones y (iv) debían ser negociados en mercados o plataformas electrónicas.

Estos compromisos fueron reiterados en la cumbre del G-20 en Toronto en junio de 2010 junto con el de acelerar su puesta en marcha de manera coherente y no discriminatoria a escala internacional. Finalmente, en la Cumbre del G-20 en Cannes de 2011 se acordó adicionalmente el establecimiento de requerimientos de garantías para aquellos derivados OTC que no hubieran

¹⁵ Ver artículo de Ignacio Santillán «Seguimiento del proceso de reforma del sistema de *post trading* español».



sido objeto de compensación, haciéndose un llamamiento a los reguladores internacionales para el desarrollo y la realización de consultas sobre el establecimiento de estándares globales sobre dichos requerimientos de garantías.

En respuesta a los mencionados compromisos del G-20, se tomaron una serie de iniciativas legislativas tanto en el ámbito europeo como en el americano. En Estados Unidos se ha plasmado en una única norma, la denominada Ley Dodd-Frank. En el caso de la UE, a diferencia de EEUU, se ha abordado la modificación de la legislación europea de forma progresiva y a través de dos normas diferenciadas: el Reglamento EMIR y la propuesta de Reglamento relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento EMIR («MIFIR»).

El Reglamento EMIR aborda las obligaciones de compensación y de comunicación de los derivados OTC, así como los requerimientos de capital y garantías exigibles a los derivados OTC no compensados, mientras que la propuesta MIFIR aborda la exigencia de negociación de los derivados OTC. El proceso legislativo seguido en el ámbito comunitario tiene sentido al dar prioridad a la compensación centralizada y la comunicación de las operaciones sobre la obligación de negociación de los derivados OTC, ya que las primeras están íntimamente ligadas a la mitigación del riesgo sistémico, principal objetivo del G-20, mientras que las segundas están mayormente relacionadas con la transparencia, integridad y eficiencia.

En el capítulo correspondiente de este Observatorio¹⁶ se analiza en primer lugar el contenido del Reglamento EMIR, y en particular, el análisis de las tres obligaciones principales que se derivan de su Reglamento, a saber, (i) la compensación de los derivados OTC, (ii) la aplicación de técnicas de reducción de riesgo a los derivados OTC no compensados y (iii) la notificación de los contratos derivados a los registros de operacio-

nes. En segundo lugar, se tratan aquellos aspectos de MIFIR relacionados con los derivados OTC, para finalizar con un análisis comparativo entre la mencionada normativa europea y la Ley Dodd-Frank.

CONSIDERACIONES GENERALES SOBRE LA APLICACIÓN DE LA NORMATIVA EUROPEA Y NORTEAMERICANA DE DERIVADOS OTC

El nuevo marco regulatorio de los OTC está casi finalizado, especialmente en EEUU y aunque quedan por concluir algunos desarrollos normativos, las entidades afectadas deben estar preparadas para poder hacer frente a todos los cambios que dicho marco regulatorio introduce y que ya parece irreversible. No cabe duda de que este nuevo marco regulatorio ha introducido mucha más transparencia e información en los derivados OTC, así como una mayor capacidad de control sobre ellos por parte de los supervisores.

Sin embargo, la contratación de derivados OTC se ha hecho enormemente más compleja, y exigirá consideraciones que van más allá de los precios, para analizar su coste total y sus consecuencias. La celebración de derivados OTC se encarecerá sustancialmente, no únicamente por los nuevos requerimientos en materia de garantía sino por los costes (aún desconocidos en su mayor parte) de las ECC y de los registros de operaciones, sin perjuicio de la adaptación que va a exigir de los sistemas informáticos hasta ahora utilizados por las entidades.

En particular, las propuestas sobre los requerimientos de mitigación de riesgos exigidos a los derivados OTC no compensados pueden afectar negativamente a su utilización, así como a la economía en su conjunto. Las propuestas finales deberían tener en cuenta los usos y el valor de los derivados OTC no compensados, y valorar si los efectos beneficiosos de dichas propuestas, como son los requisitos sobre garantías, compensan los costes que las mismas pueden implicar. En algunas circunstancias, dicho coste podría llevar a las entidades que estuvieran exceptuadas de la obligación de compensación a

¹⁶ Ver artículo realizado por Emilio Díaz Ruiz y Pilar Lluesma Rodrigo de Uría Menéndez «EMIR, MIFIR y Dodd Frank: un nuevo marco jurídico para los derivados OTC».

considerar como una opción más favorable la compensación voluntaria.

Aunque en el marco del G-20 se acordó que las distintas jurisdicciones debían armonizar sus legislaciones en la medida de lo posible, no es menos cierto que existirán diferencias en la regulación de los derivados OTC que en su caso pueden determinar que la negociación de los derivados OTC sea más o menos flexible o que los costes asociados a la misma sean distintos. Dichas diferencias pueden abocar a una suerte de arbitraje regulatorio y económico entre las jurisdicciones europeas y la americana, e incluso las asiáticas, sobre los derivados OTC.

En particular, al haber desaparecido el «*level playing field*», especialmente con los mercados asiáticos, habrá de vigilarse atentamente si se desvía la operativa desde los mercados europeos hacia otras jurisdicciones.

Por último, la normativa europea y la norteamericana, se aplican extraterritorialmente en determinados supuestos. Los participantes en el mercado de los derivados OTC deberán ser muy cuidadosos cuando celebren operaciones de forma trasatlántica, ya que ambas regulaciones no son idénticas.

LOS TRADE REPOSITORIES Y LAS ECCS

Paralelamente a estas nuevas regulaciones, Ley Dodd-Frank en EEUU y el Reglamento EMIR en Europa, grupos internacionales, tanto públicos como privados, han realizado estudios y planteado recomendaciones que tratan de implantar en unos casos, o mejorar en otros, las infraestructuras de los distintos mercados financieros.

En el capítulo correspondiente de este Observatorio¹⁷ se analiza esta nueva infraestructura diseñada por esta ola regulatoria: los *trade repositories*, como se denominan en EMIR, o *swap data repositories*, en terminología Dodd-Frank. Asimismo

mo, se describe el papel que a otras infraestructuras ya existentes en otros mercados, las ECCs, se les asigna en el entorno de los mercados de derivados OTC.

El punto de partida es la consideración, por parte de las instancias regulatorias mundiales, de que durante la crisis financiera y en la crisis de confianza y económica posterior, las infraestructuras de los mercados organizados han respondido adecuadamente en situaciones extremas mientras que los mercados bilaterales u OTC, han experimentado graves perturbaciones. Su opacidad provocó que los reguladores y supervisores de todo el mundo desconocieran el nivel de exposición al riesgo alcanzado entre las contrapartes, así como la excesiva concentración al riesgo de algunas de ellas; ello provocó una oleada de desconfianza y una grave crisis en el sistema financiero mundial. Por el contrario, los mercados regulados, servidos por las infraestructuras de mercado, aguantaron eficientemente el embate.

La solución propuesta por el G-20 se basa en esta premisa. Se trata de que los mercados de derivados OTC pasen a utilizar las infraestructuras que en los mercados de valores y los de derivados listados (*on exchange*) ya se emplean: plataformas de negociación, entidades de contrapartida central y depositarios centrales de valores u otras entidades como los *trade repositories*. Así, se estableció (i) un nuevo papel para las ECCs, en cuanto tienen que asumir de forma obligatoria la compensación y gestión del riesgo de aquellos contratos que ESMA defina como susceptibles técnicamente de pasar por ECCs, (ii) mecanismos obligatorios de gestión de riesgo bilateral e intercambio de colaterales adecuados entre las partes en el caso de los OTC que no sean compensados por una ECC y (iii) se acordó la creación de una nueva infraestructura de mercado, los *trade repositories* que sirvieran para facilitar la transparencia necesaria que la opacidad de los mercados OTC tienen, tanto para los supervisores, como para el propio mercado en general.

Es de esperar que las iniciativas tomadas en relación con los mercados de derivados OTC se

¹⁷ Colaboración desarrollada por Jesús Benito de Iberclear «*Los trade repositories y las CCPs en el mercado de derivados OTC, nuevos actores*».



extiendan a otros segmentos de contratación OTC, como los mercados de renta fija y los mercados de acciones, donde la necesaria existencia de casos excepcionales tratados mediante operativa OTC, no deben constituir la norma que los supervisores demandan en aras de la transparencia, de la protección de los inversores finales y de la propia seguridad de la arquitectura del sistema financiero en general.

9. LOS AVANCES EN EL ÁMBITO ASEGURADOR

9.1. *EL ENTORNO DE SOLVENCIA II: SUS CONSECUENCIAS PARA EL MERCADO Y PARA SUS CLIENTES*

Las reformas de la regulación europea del sector asegurador son tratadas también en esta edición en un momento especialmente sensible, ya que el año 2012 estaba llamado a ser un año clave para este sector¹⁸. Era el año inicialmente previsto en la Directiva Solvencia II para la entrada en vigor del nuevo modelo común de gestión de riesgos. Al final, no solo no entró en vigor esta norma sino que todavía no se tiene una previsión real de cuándo se producirá el cambio en el modelo de supervisión desde Solvencia I a la futura Solvencia II. Se estima que pueda ser para el año 2016 pero su arranque no resulta sencillo como lo demuestran los sucesivos retrasos que viene acumulando.

Se podría decir que ha habido dos procesos que han motivado el retraso de la nueva regulación. El primero de ellos ha sido la complejidad intrínseca de Solvencia II. El nuevo entorno que han ido diseñando los supervisores europeos es muy ambicioso, porque aborda cambios muy sustanciales en todas las fases de la supervisión aseguradora. Supone un giro significativo en el cálculo de las cargas de capital, del pasivo modelado

y de los fondos propios que tiene poco que ver con el actualmente en vigor. También supone un esfuerzo importante en materia de gobernanza y supervisión, y determina una disciplina de mercado y un régimen de transparencia notablemente diferentes y más exigentes. No es en absoluto exagerado afirmar que la nueva Documentación Estadístico-Contable ligada a Solvencia II es dos, o tres veces, más exigente que la actual.

El segundo proceso que ha retrasado su implementación es el proyecto normativo que conocemos como Directiva Ómnibus II (la «OII») que viene a modificar la propia Directiva Solvencia II, incluso antes de que ésta haya entrado en vigor, para adaptarla a los nuevos poderes que en su día se concedieron a la Autoridad Europea de Seguros («EIOPA»). A pesar de que la discusión de la OII es fundamentalmente competencial, en el debate han aflorado discrepancias en torno a un aspecto relevante para el sector como lo es el tratamiento de los compromisos a largo plazo de las aseguradoras a los que nos referiremos más adelante.

Para compensar este retraso en la entrada en vigor, EIOPA ha aprobado cuatro Directrices de preparación a Solvencia II sobre los siguientes aspectos: (i) sistema de gobierno, (ii) valoración prospectiva de los riesgos de la entidad, (iii) presolicitud de modelos internos e (iv) información al supervisor. Se trata de una iniciativa que se valora positivamente y que tiene por objeto avanzar en la preparación de los supervisores nacionales y de las entidades aseguradoras en aquellos aspectos de la norma que están más definidos en este momento.

BENEFICIOS INTRÍNSECOS DE SOLVENCIA II PARA EL CLIENTE

El principal gran beneficio que se deriva para el consumidor es que fuerza de manera natural a la diversificación de las entidades aseguradoras desde una perspectiva más dinámica en función de su perfil de riesgo, mediante el establecimiento de una relación directa entre diversificación y menor carga de capital. El consumidor se benefi-

¹⁸ Ver aportación de Mirenchu del Valle de Unespa, «El entorno de Solvencia II: sus consecuencias para el mercado y para sus clientes».



cia de este hecho en forma de estabilidad en su relación con la entidad aseguradora.

El vigente modelo (Solvencia I) ya ha demostrado que funciona, como se ha puesto de manifiesto en la actual crisis financiera, pero Solvencia II trata de mejorarlo tendiendo hacia un modelo más dinámico. En los esquemas de supervisión estática como el actual, se asume que el cálculo del riesgo ya está hecho en el momento de calcular y cobrar la prima, y gestionar los siniestros y, sin embargo, no es exactamente así, ya que la siniestralidad tiene patrones que no siempre se cumplen.

Solvencia II está basada en el concepto de capital económico, es decir la cantidad de capital necesario para cubrir los riesgos. No se basa en un concepto de suma lineal de cargas de capital, sino que prescribe la suma correlacionada, esto es teniendo en cuenta los niveles de correlación existentes entre riesgos a la hora de agregar éstos en el denominado capital de solvencia básico.

A su vez, el entorno de Solvencia II permite el desarrollo de modelos internos, basados en la información que la entidad tiene de sí misma, mucho más cercana a su verdadero modelo de negocio, cuya aplicación requiere haber sido aprobada por el supervisor, que es responsable de comprobar la adecuación y solidez, tanto del modelo en sí, como de los datos con los que cuenta.

EL PROBLEMA DE LOS COMPROMISOS A LARGO PLAZO

Ya hemos incidido en que el retraso objetivo en la entrada en vigor de Solvencia II tiene varios motivos, pero uno fundamental es el problema del cómputo de los compromisos a plazo que se ha puesto de manifiesto en la tramitación de la OII y que era una cuestión sobre la que el seguro español llevaba llamando la atención desde el inicio del proyecto.

La industria aseguradora utiliza fórmulas de gestión conjunta de activos y pasivos para los productos que ofrece. El problema que se plantea

es si tiene sentido económico considerar las fluctuaciones puntuales de mercado en carteras que son adquiridas a vencimiento. Una valoración de los compromisos a largo plazo que refleje volatilidades «a medio camino» que, en realidad, no afectan a la operación, puede generar volatilidades donde no las hay, y forzar decisiones de inversión cortoplacista o de desinversión apresuradas (ventas forzadas).

Por otra parte, los requisitos excesivos de capital y, sobre todo, su volatilidad, conllevan amenazas preocupantes para todos los que intervienen en el seguro. Al mismo tiempo, si no se corrige esta volatilidad, especialmente en el aseguramiento a largo plazo, el cliente se verá perjudicado porque unos requisitos de capital extremadamente prudentes pueden provocar una reducción de la oferta aseguradora y por tanto una menor capacidad de los ciudadanos para proyectar financieramente sus rentas futuras. Habría también un tercer perjudicado, que es la sociedad europea en su conjunto, porque se contraería la capacidad del sector asegurador de aportar financiación estable a las economías europeas en su papel, muy relevante, de inversor institucional.

Europa tiene grandes necesidades de inversión a largo plazo, cuya satisfacción es crucial para apuntalar un crecimiento sostenible. Para financiar sus inversiones a largo plazo, los gobiernos, las empresas y los hogares han de tener acceso a una financiación a largo plazo que resulte previsible. Pues bien, esta realidad es incompatible con una valoración *mark-to-market* de los pasivos aseguradores a largo plazo, sin tener en cuenta ciertos ajustes que reflejen cómo incide en esa valoración una adecuada y prudente gestión conjunta de activos y pasivos.

La larga duración de sus pasivos permite a estos inversores institucionales, al menos en principio, desarrollar una estrategia de inversión a vencimiento (*buy-and-hold*) en activos productivos a largo plazo, logrando con ello mayores rendimientos que vienen a compensar los riesgos derivados de una inversión a más largo plazo y con una menor liquidez. Ello permite a estos inversores institucionales comportarse de una manera

contracíclica, y reducir el cortoplacismo y la necesidad de transformación de vencimientos.

No obstante lo anterior, estos inversores institucionales están obligados a cumplir con una serie de regulaciones prudenciales y con las normas contables. El impacto de las nuevas regulaciones prudenciales (Solvencia II) en la capacidad de financiación a largo plazo de las entidades aseguradoras dependerá en parte de cómo se traten finalmente en las mismas las inversiones a largo plazo. En la actualidad se está desarrollando, como se ha mencionado anteriormente, un debate en el ámbito de Solvencia II sobre cómo garantizar que los requerimientos de capital no desincentiven la tenencia de inversiones a largo plazo.

9.2. *LA DIRECTIVA DE MEDIACIÓN DE SEGUROS: LOS CAMBIOS QUE VIENEN EN LA DISTRIBUCIÓN DE SEGUROS*

En julio de 2012 la Comisión presentó una propuesta de Directiva, conocida como IMD II que vendría a modificar la actual de Mediación de 2002, para tratar de sentar las bases de una nueva forma de distribución adaptada al entorno de Solvencia II. La finalidad de esta propuesta tal y como expresó la Comisión Europea era reforzar la protección de los clientes minoristas. La propuesta IMD II amplía el ámbito de aplicación incluyendo dentro del mismo la venta de seguros en todos los canales de distribución, por lo que afectará no sólo a los mediadores sino a las entidades aseguradoras que comercialicen directamente sus seguros.

IMD II incluye dentro de la definición de mediación de seguros el concepto de asesoramiento, entendiendo por tal la recomendación personal efectuada a un cliente sea a petición de éste o por otras razones.

En cuanto a las novedades propuestas por IMD II relativas a las normas de conducta en la distribución de seguros destacan:

- El incremento de la información a proporcionar a los clientes sobre la remuneración

percibida, distinguiendo entre los honorarios pagados por los clientes y las comisiones o incentivos percibidos por los mediadores de seguros. En el supuesto de comisiones e incentivos la Comisión propone informar sobre la cuantía de los mismos o su método de cálculo. Asimismo, debería informarse a los clientes en los supuestos en los que los empleados perciban remuneraciones variables vinculadas a la venta de seguros.

- Las obligaciones que deberán cumplirse en las ventas de seguros por los mediadores reforzando la información precontractual que se proporciona a los clientes sobre los productos, su naturaleza y riesgos.
- La prohibición de las ventas vinculadas, permitiendo únicamente las ventas combinadas, cuando se ofrezca a los clientes la posibilidad de adquirir por separado los distintos productos.
- El refuerzo de las medidas de gestión de conflictos de interés, cuando las medidas adoptadas no resulten eficaces para prevenir el riesgo de perjudicar los intereses del consumidor, se deberá informar de manera clara acerca de la naturaleza y del origen del conflicto de intereses previamente a la prestación del servicio.
- Obligaciones adicionales cuando se trate de seguros con un componente de inversión, extendiendo en estos casos las obligaciones MiFID, refuerzo de la información precontractual, necesidad de evaluar la conveniencia o idoneidad dependiendo de si se trata de una venta directa o una recomendación. En estos supuestos también se incluye el concepto de asesoramiento independiente, siendo necesario en estos supuestos evaluar sobre un número suficientemente amplio de productos y prohibiendo la percepción o pago de incentivos.

El camino legislativo será largo, pero es importante sentar algunos principios sobre cómo trasladar un producto complejo como es el seguro al consumidor. Creemos que primero se debe-



ría esperar a que Solvencia II no solo estuviera ya en vigor, sino contando con dos o tres años completos de experiencia de forma que se pudiera analizar si cabría algún refuerzo más en materia de protección al consumidor. Solo así podríamos de verdad perfeccionar la distribución, pero en todo caso, como principio general, se tiene que trasladar al cliente el producto de manera sencilla y transparente, pero entendiendo que más información no supone mayor información, sino todo lo contrario, mayores costes que afectan al producto sin que el cliente, abrumado por tanta documentación, mejore su comprensión del mismo.

10. CONSUMER PROTECTION: EL REFUERZO DE LA PROTECCIÓN AL CLIENTE MINORISTA

La homogeneización de las previsiones normativas dirigidas a aumentar la protección del cliente minorista y reforzar las normas de conducta que serán exigibles a las entidades financieras dentro de la UE es una tendencia reciente que ha inspirado algunas propuestas regulatorias en tramitación. La idea subyacente es que la protección ofrecida a los clientes minoristas debe ser similar con independencia de la naturaleza del producto ofrecido y de que la entidad ofertante sea una empresa de servicios de inversión, un banco o una compañía de seguros. Así, como respuesta a esta tendencia normativa, la Comisión Europea está impulsando además de la propuesta de modificación de la Directiva MiFID («**MiFID II**»), que afectará a la prestación de servicios en el ámbito del mercado de valores, otras propuestas que afectan a la oferta general de productos financieros y al sector bancario. Entre ellas podemos destacar la propuesta de Reglamento sobre los documentos informativos clave en relación con los productos preempaquetados de inversión minorista («**PRIPs**») y la propuesta de Directiva sobre contratos de créditos para la adquisición de bienes inmuebles de uso residencial («**Directiva de Créditos Hipotecarios**»).

En el mismo sentido, en junio de 2012 los líderes del G-20 acordaron promover el Plan de

Acción para el refuerzo de la Protección del Consumidor de Servicios Financieros para lo que se elaboró un documento que se sometió a consulta pública en mayo de 2013, en el que se recogen las recomendaciones sobre las medidas que deberán implantarse para reforzar la protección del cliente minorista de forma horizontal en los distintos ámbitos del sector financiero -banca, valores y seguros- que se basan en tres pilares fundamentales: (i) el incremento de la transparencia y la información, (ii) el refuerzo de las normas de conducta y (iii) la revisión de los procedimientos para la tramitación de las reclamaciones o quejas de los clientes minoristas.

10.1. LA REFORMA DE MiFID Y LA PROTECCIÓN DEL CLIENTE MINORISTA

La reforma de la Directiva MiFID, conocida como MiFID II, iniciada por la propuesta de la Comisión Europea de octubre de 2011, parece que está llegando a su fin, si bien existen todavía ciertos aspectos divergentes entre los documentos publicados por la Comisión Europea, el Parlamento y el Consejo Europeo¹⁹.

Las principales novedades que esta propuesta ofrece en relación con la protección del inversor se centran en (i) los servicios de asesoramiento en materia de inversión y gestión de carteras, (ii) en la prestación de servicios de mera ejecución y (iii) en el pago y cobro de incentivos.

En cuanto a los servicios de asesoramiento y gestión de carteras la reforma se centra en el incremento de la información que debe ofrecerse al cliente (más transparencia) y en la introducción del concepto de asesoramiento y gestión de carteras «independientes».

- En relación con el refuerzo de la transparencia se exige proporcionar al cliente información (i) sobre si el servicio que se le

¹⁹ Ver colaboración de Gregorio Arranz «La reforma de la MiFID y la mayor protección del inversor minorista».

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

- En relación con la prestación de los servicios de asesoramiento y la gestión de carteras de manera independiente, en ambos casos se exigirá, para que un servicio pueda ser calificado como tal, que se lleve a cabo una evaluación de un número suficientemente amplio de productos (que no se limite a productos propios o del grupo) y se prohíbe el cobro o pago de incentivos.

En paralelo, se incluye la posibilidad de que los Estados miembros, de forma discrecional, puedan obligar a las entidades a que, en el caso de percibir incentivos de terceros por la prestación de cualquier servicio de inversión, éstos sean transferidos a los clientes.

MiFID II introduce otras novedades cuya finalidad es la protección del cliente minorista, entre otras:

- Se exigirá que las entidades cuenten con políticas, procedimientos y órganos de aprobación de nuevos productos, principalmente, para instrumentos financieros y depósitos estructurados diseñados por la propia entidad. En este sentido, las entidades deberán contar con procedimientos que permitan evaluar la compatibilidad de los productos con las necesidades de los clientes a los que se destinan (es decir, deli-

mitación a priori del colectivo al que el producto va dirigido).

- Se refuerzan las medidas de gestión de conflictos de interés con las que deberán contar las entidades. En este sentido, se prohíbe expresamente que se perciba ningún tipo de remuneración monetaria o no monetaria por dirigir órdenes a un centro de negociación o un centro de ejecución en particular.
- Se incrementará la información que se debe proporcionar a los clientes una vez prestado el servicio. De este modo, cuando se preste asesoramiento recurrente o gestión de carteras, se realizará periódicamente una evaluación sobre el rendimiento de los productos y sobre la conveniencia de los mismos; y en relación con la gestión de carteras (no independiente), las entidades deberán enviar un informe periódico al cliente en relación con los incentivos percibidos por la prestación del servicio.
- Se exigirá que las entidades aseguren y demuestren que las personas que prestan asesoramiento o proporcionan información sobre los servicios de inversión, cuentan con los conocimientos y las competencias necesarias para cumplir sus obligaciones. Además, los Estados miembros publicarán los criterios utilizados para evaluar tales conocimientos y competencias.
- Cuando se presten servicios de inversión sobre paquetes de servicios o productos combinados, la conveniencia e idoneidad de los mismos versará tanto del conjunto como de cada uno de los instrumentos que lo compongan.

Estas medidas se basan una vez más en el suministro de una gran cantidad de información a los inversores que probablemente no servirá para incrementar su protección. Un exceso de información confunde, impide comprender adecuadamente las características del servicio o del producto ofrecido (mucha información no es mejor información) e incrementa los costes operativos lo que a la postre encarece las comisiones



cargadas a los clientes por el servicio prestado y merma su rentabilidad. En nuestra opinión, un paquete informativo, breve, claro y conciso que se centrara en los aspectos clave para que el inversor pueda formarse una opinión fundada sobre los riesgos que está asumiendo sería una mejor forma de proteger al inversor.

10.2. OTRAS PROPUESTAS LEGISLATIVAS IMPULSADAS POR LA COMISIÓN EUROPEA

Junto a MiFID II, la Comisión Europea está impulsando otras normas que buscan reforzar la transparencia y la protección de los clientes minoristas. Existen varias propuestas, que se aplicarán de forma transversal a los distintos ámbitos del sector financiero – banca, seguros y valores-, como son el Reglamento PRIPs y otras iniciativas que afectarán a los ámbitos de banca y seguros.

10.2.1. REGLAMENTO PRIPs

El pasado 3 de junio de 2012, la Comisión Europea aprobó una propuesta de Reglamento sobre los documentos informativos clave en relación con los productos preempaquetados de inversión minorista (PRIPs). Estos documentos informativos deberán ser elaborados por las entidades creadoras de productos de inversión y ser entregados a los potenciales clientes minoristas antes de que adquieran estos productos. No obstante, en aquellos supuestos en los que las entidades que comercializan productos de inversión modifiquen sustancialmente el riesgo o el coste de un producto de inversión ya existente, estarán obligadas a elaborar los correspondientes KIID para adaptar la información del producto finalmente ofrecido a los clientes minoristas.

La propuesta PRIPs define al producto de inversión como aquel que, independientemente de su naturaleza (bancaria, de inversión o de seguros), la cantidad que se vaya a devolver al cliente esté expuesta a fluctuaciones o dependa

del comportamiento de uno o más productos que no son adquiridos directamente por los clientes. Por lo tanto, tendrán la consideración de productos de inversión, entre otros, los productos y los depósitos estructurados, los fondos de inversión incluyendo los denominados UCITS, y los Unit-links. No se considerarán en cambio productos de inversión, otros productos tales como aquellos en los que la rentabilidad sea fija y no varíe durante toda la vida del producto, las acciones y obligaciones ordinarias, los depósitos bancarios no estructurados o los planes ocupacionales de jubilación.

El formato de los documentos de información al cliente será normalizado y su contenido orientado a proporcionar información relevante sobre los productos. Se tratará de un documento sencillo, que utilice un lenguaje común y claro, evitando la utilización de tecnicismos y que sea comprensible por la mayoría de los clientes minoristas. Entre la información mínima que contendrá se encuentra la denominación de la entidad originadora, la naturaleza y riesgos del producto, los supuestos en los que el cliente pueda perder su inversión, las comisiones aplicables y el comportamiento pasado de productos similares.

En cuanto a la entrada en vigor, se trata de una propuesta de Reglamento que deberá ser aprobada por el Parlamento y el Consejo Europeo y será directamente aplicable en los Estados Miembros. Se prevé que las nuevas normas sean aplicables transcurridos 2 años desde la entrada en vigor del Reglamento (a los 20 días de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea) y que transcurridos 4 años desde que comience a aplicarse la Comisión lleve a cabo una revisión general sobre su aplicación práctica, teniendo en cuenta los desarrollos que se produzcan durante esos años en el mercado de productos de inversión para clientes minoristas.

10.2.2. LA DIRECTIVA DE CRÉDITOS HIPOTECARIOS

La tramitación de la Directiva de Créditos Hipotecarios, cuyo primer borrador se publicó por la



Comisión Europea durante el primer trimestre de 2011, cuanta ya con un texto final, publicado el 3 de mayo de 2013, consensuado entre el Consejo Europeo y el Parlamento Europeo, que previsiblemente será aprobado por éste antes de finalizar el año, y contará con un plazo de transposición en los ordenamientos jurídicos de los distintos Estados miembros de 2 años –esto es, hasta finales del año 2015–.

El objetivo de esta regulación es evitar la concesión inadecuada de créditos hipotecarios, que han sido una de las causas por las que una gran cantidad de ciudadanos europeos se encuentran en graves dificultades para afrontar sus deudas.

En España, uno de los países que se está viendo más afectado por este problema, ya se había anticipado a algunos de los principios de esta nueva Directiva, a través de la aprobación de normas²⁰ que buscan incrementar la protección de los clientes y aumentar la información proporcionada a estos en la concesión de créditos hipotecarios y en la prestación de servicios bancarios en general. La Directiva de Créditos Hipotecarios aborda principalmente las normas de protección de los clientes y la información que debe proporcionárseles antes de la concesión de los créditos hipotecarios, y afecta tanto a las entidades que conceden los créditos como a las personas que actúen como intermediarios. Se trata de incrementar el nivel de protección de los clientes y que éste sea equivalente en los distintos países europeos, si bien la normativa admite la posibilidad de que los estados miembros eleven el nivel de protección si las características particulares de su mercado hipotecario lo requieren. Asimismo, la Directiva dispone que todas aquellas cuestiones no contempladas en ella se regulen a nivel nacional en cada uno de los Estados miembros. En particular, las normas sobre contratación, sobre derecho de propiedad, sobre registro de

bienes inmuebles y sobre información contractual y post-contractual.

Las principales novedades de la propuesta de Directiva son las siguientes:

- Obligación de entregar a los clientes antes de la concesión del crédito hipotecario un modelo de información pre-contractual normalizado que se llamará por sus siglas en inglés ESIS (*European Standardised Information Sheet*), que permitirá a los clientes comparar entre las condiciones ofrecidas por las distintas entidades y optar por la que mejor se adapte a sus condiciones y necesidades personales.
- Necesidad de tener en cuenta los intereses de los clientes a la hora de conceder los créditos hipotecarios, de revisar las estructuras de remuneración del personal de las entidades de crédito para evitar que comercialicen de manera inapropiada sus servicios e informar a los clientes sobre las relaciones que existan entre las entidades y, en su caso, los intermediarios.
- Incrementar las exigencias de formación y experiencia del personal para que puedan explicar de forma adecuada a los clientes los productos y los riesgos inherentes a los mismos.
- Necesidad de contar con medidas y procedimientos – el Préstamo Responsable – para evaluar los riesgos de los clientes antes de la concesión del crédito, evitando que se concedan créditos hipotecarios en los que pueda existir un riesgo de impago.
- Reforzar las obligaciones en la prestación del servicio de asesoramiento en la concesión de créditos hipotecarios, incrementando la información a recabar de los clientes para poder dar una recomendación basada en las características personales de los clientes y reforzando las obligaciones de proporcionar explicaciones adecuadas sobre los productos recomendados. Asimismo, se regula la posibilidad de proporcionar al cliente un asesoramiento independiente, términos que únicamente podrán

²⁰ La Orden Ministerial EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios y la Circular 5/2012, de 27 de julio, del Banco de España, a entidades de crédito y proveedores de servicios de pago, sobre transparencia de servicios bancarios y responsabilidad en la concesión de préstamos.

ser utilizados por las entidades y/o intermediarios cuando sus recomendaciones se realicen habiendo analizado un número suficientemente amplio de créditos hipotecarios disponibles en el mercado (no pudiendo únicamente evaluarse los concedidos por la propia entidad o entidades del grupo) y en ningún caso se cobren comisiones o retrocesiones por parte de terceros, pudiendo únicamente percibir una comisión por el asesoramiento proveniente del cliente.

10.3. NOVEDADES RELATIVAS A LA FUNCIÓN DE CUMPLIMIENTO NORMATIVO

La función de cumplimiento normativo a la que se refiere la MiFID está adquiriendo cada vez más importancia dentro de las entidades, si bien hasta la fecha no se ha desarrollado una normativa que detalle suficientemente estas competencias. Ello no obstante, en junio de 2012, coincidiendo en el tiempo con la reforma de la Directiva MiFID impulsada por la Comisión Europea²¹, ESMA publicó un documento bajo el título «Directrices acerca de ciertos aspectos de los requisitos del órgano de verificación del cumplimiento de la MiFID», al que se adhirió la CNMV en noviembre de 2012.

Por otra parte, la propia industria ha experimentado en los últimos años una evolución en los principios que inspiran el buen gobierno de las entidades que prestan servicios de inversión, hacia un concepto de «cultura del riesgo» extensivo a toda organización. De acuerdo con esta idea, los riesgos financieros deben gestionarse por todos los empleados de la entidad, quienes deben ser conscientes de la importancia de desarrollar su actividad en el mejor interés del cliente y de acuerdo con los procedimientos

internos aprobados en el seno de cada institución. La función de cumplimiento normativo debe ser la encargada de impulsar planes de formación que permitan promover esta cultura dentro de las entidades.

Siguiendo las directrices de ESMA, y en línea con la tendencia descrita, la CNMV ha publicado una propuesta de Circular sobre los requisitos de control interno que las empresas que prestan servicios de inversión deben cumplir, cuyo periodo de consultas finalizó el 30 de septiembre de 2013. En este proyecto de norma, se incluyen con detalle las tareas y responsabilidades que competen a la función de cumplimiento normativo así como a las funciones de control de riesgos y de auditoría interna.

Las Directrices de ESMA, que entraron en vigor en enero de 2013, abordan tres aspectos clave que han de ser considerados por las entidades: (i) las responsabilidades que debe asumir la función de cumplimiento normativo, (ii) los requisitos organizativos que las entidades financieras deben cumplir y, finalmente, (iii) su supervisión por el regulador.

- En cuanto a las responsabilidades de la función de cumplimiento normativo, ESMA señala que este departamento debe desarrollar su actividad de supervisión bajo el enfoque del riesgo y de acuerdo con el principio de proporcionalidad. Para ello, cumplimiento normativo debe llevar a cabo una evaluación del riesgo regulatorio de la entidad, contar con un plan periódico de revisión de todos los servicios prestados e, informar a la alta dirección y asesorar a las áreas de negocio.
- Por lo que se refiere a los requisitos organizativos, las Directrices de ESMA prevén la necesidad de dotar a la función de cumplimiento normativo de los medios necesarios para poder llevar a cabo su actividad. Se deberá asegurar (i) la asignación de un presupuesto suficiente para la función de cumplimiento acorde con el nivel de riesgo de incumplimiento al que esté expuesta la entidad; (ii) el adecuado acceso a la infor-

²¹ Ver colaboración de Galo Juan Sastre de Deutsche Bank «La organización interna de las entidades para una adecuada prestación de servicios a sus clientes. Nueva normativa en materia de cumplimiento normativo».

mación para ejercer las funciones de cumplimiento de manera eficaz; y (iii) la dotación de recursos informáticos suficientes.

- Finalmente, en relación con la supervisión de cumplimiento normativo, y de acuerdo con lo previsto en el borrador de Circular, la CNMV llevará a cabo una evaluación continuada sobre el adecuado desarrollo de esta función dentro de las entidades.

11. LA SUPERVISIÓN: VALORACIÓN

La crisis económica de los años 2007 y 2008 puso de manifiesto que los sistemas de supervisión financiera en la UE existentes hasta entonces no resultaban suficientemente eficaces en la gestión de este tipo de situaciones. Así, se detectó una falta significativa de coordinación entre los supervisores nacionales de los Estados miembros tanto en la aplicación de medidas como en la cooperación. Igualmente se constató la ausencia de una interpretación uniforme de la normativa europea y la falta de prácticas supervisoras similares. Directivas comunitarias muy relevantes permitían –y siguen permitiendo en la actualidad– un gran número de excepciones, hasta 50, que además, en algún caso posibilitan diferentes interpretaciones de aspectos significativos como sucede en la MiFID.

En particular, cabe destacar como paradigma de esta falta de coordinación entre autoridades supervisoras las diferentes decisiones adoptadas en relación con la prohibición de las ventas en corto durante el mes de septiembre de 2008 y en el verano de 2010. Además se apreció que ningún supervisor financiero tenía entre sus mandatos la consecución de la estabilidad financiera, ni apropiados mecanismos para la integración de la supervisión microprudencial con la supervisión macroprudencial.

Para mejorar esta situación, desde el 1 de enero de 2011, el Sistema Europeo de Supervisión Financiera («**ESF**») se compone de tres Autoridades Europeas de supervisión microprudencial («**ESA**») una por cada sector financiero («**ESMA**» «**EBA**» y «**EIOPA**») y la Junta Europea

de Riesgo Sistémico («**JERS**»), encargada de la supervisión macro-prudencial para el conjunto de la UE²².

El SEFS es una red integrada de autoridades supervisoras nacionales y de la UE, que deja las tareas de supervisión al nivel nacional, y se centra en cuatro grandes objetivos: (i) contribuir a la consecución de una única regulación europea (denominada *single rule book*); (ii) contribuir a la convergencia supervisoras mediante la aplicación coherente de los actos jurídicamente vinculantes de la UE, en particular contribuyendo a la instauración de una cultura de supervisión común; (iii) contribuir a la gestión, evaluación y medición del riesgo sistémico y a la elaboración y coordinación de planes de rescate y resolución, cooperando estrechamente con el Consejo de Riesgo Sistémico («**ESRB**»); y (iv) promover la protección de los inversores.

Los Reglamentos de las AES imponen a la Comisión Europea la obligación, cada tres años, a partir del 2 de enero de 2014, de publicar un informe general sobre la experiencia adquirida sobre el funcionamiento de las ESAs y de los procedimientos establecidos en estos Reglamentos. El informe evaluará entre otros extremos:

- 1) la convergencia alcanzada por las ESAs competentes en las prácticas de supervisión. Cuestión que, a su vez, se contempla desde dos puntos de vista: (i) la independencia funcional de las autoridades competentes en relación a estándares equivalentes de gobierno corporativo; y (ii) la imparcialidad, objetividad y autonomía de la ESA;
- 2) el funcionamiento de los colegios de supervisores en los que la ESA participa;
- 3) los avances registrados hacia el objetivo de convergencia en materia de prevención, gestión y resolución de crisis;
- 4) el papel de la Autoridad en lo que se refiere al riesgo sistémico;

²² Ver artículo de Antonio Mas de la CNMV «*La revisión del Sistema Europeo de Supervisores Financieros*».

Asimismo se planteará la conveniencia de mantener la separación de la supervisión funcional o de combinar o mantener separadas la supervisión prudencial y la de normas de conducta.

Sobre los medios materiales y personales, ESMA tendrá a finales de 2013 más personal que las restantes ESAs. A este respecto conviene recordar que ESMA es la única ESA con responsabilidad supervisora directa (ESMA es la entidad supervisora en toda la UE para las Agencia de Rating y próximamente lo será sobre los Almacenes de Operaciones –*Trade Repositories*–).

El esfuerzo de las ESAs en sus dos primeros años ha estado concentrado en desarrollar el «*single rule book*», que servirá de marco para poder llevar a cabo sus restantes funciones. En este punto cabe resaltar que el Fondo Monetario Internacional ha evaluado el trabajo de las ESAs y sus conclusiones fueron publicadas en marzo 2013. El FMI reconoce que las ESAs han cumplido con creces este objetivo, si bien tal éxito no ha llegado al inversor minorista, salvo en la regulación de las ventas a corto. En los demás objetivos fundamentales de las ESAs, tanto en la convergencia de políticas supervisoras, esencial para evitar el arbitraje regulatorio, como en la contribución a la estabilidad financiera, con los *stress test* de EBA que pecaron de falta de homogeneidad, el FMI considera que hay mucho que mejorar y que hay que dotar de más medios a las ESAs. Igualmente se aprecia mucho por hacer en el ámbito de la protección de los inversores.

La conferencia de alto nivel del pasado 24 de mayo aportó algunas pistas reseñables sobre el posible contenido del informe de la Comisión Europea. En esa línea se ha planteado la posibilidad de adaptar las estructuras a un sistema de *twin peaks*, se ha discutido la necesidad de centralizar las ESAs en una misma ciudad y se ha insistido en la ampliación de su financiación por las Instituciones Comunitarias.

12. LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES EN ESPAÑA Y LA CRISIS

Uno de los principales problemas que están afrontando las pymes en estos momentos de cri-

sis es el de su financiación. Las importantes restricciones del crédito bancario, simultáneamente a la creciente dificultad para generar recursos suficientes para autofinanciarse, hacen relevante la búsqueda de alternativas financieras que les permitan desarrollar su actividad. Y no es solo un problema nacional sino que tiene una dimensión europea.

Los ministros de economía del Eurogrupo han estudiado en sus últimas reuniones diferentes fórmulas para impulsar canales alternativos de financiación para las pymes, que constituyen la base del entramado empresarial europeo; desde la posibilidad de avales públicos hasta una mayor involucración del Banco Europeo de Inversiones («BEI») en este tipo de operaciones. Pero existe una conciencia generalizada de que ninguna de estas fórmulas, por sí sola, bastará para suplir el canal esencial del crédito bancario, atascado con el inconcluso proceso de reestructuración bancaria, a pesar de los intentos por activarlo. El BCE lo intentó con escaso éxito en 2012, con dos inyecciones de liquidez (de hasta un billón de euros) que apuntalaron el sector financiero pero apenas llegaron a la economía real y mucho menos a las más de 25 millones de pymes existentes en la UE.

Así las cosas, la obtención de financiación por las pymes se presenta como un problema de ámbito europeo que también es la principal dificultad a la que se enfrentan las pymes españolas; pero en el caso español se da una característica diferenciadora: su tamaño es menor, lo que es, a la vez, un factor de supervivencia y una debilidad. Por un lado, el reducido tamaño les facilita una mayor flexibilidad y capacidad de adaptación al cambio y a los problemas que puedan aparecer, pero, asimismo, a menudo, limita su competitividad al impedirles contender en igualdad de condiciones con empresas más grandes, lo que propicia una mayor tasa de mortalidad entre las pymes (el 66% no llega a los tres años de vida).

A ello hay que añadir que las dificultades de acceso a la financiación son de mayor calado en las pymes que en las empresas grandes, situación

que se ha recrudecido con la crisis (según datos del BCE, la brecha entre el coste de financiación de las grandes y de las pequeñas empresas españolas – *equity gap*– ha crecido hasta situarse en el 105%). Este diferencial podría estar parcialmente justificado por la mayor dificultad de las pymes para ofrecer información financiera, que además, con frecuencia, no está auditada, y suelen disponer de menores garantías a la hora de respaldar sus créditos. Pero el resto del diferencial viene condicionado por la inestabilidad de los mercados financieros.

Nos encontramos, por tanto, ante una situación negativa, agravada por la crisis, que desde la UE se está tratando de solventar mediante iniciativas que favorezcan la movilización de fondos para poder asistir a las pymes que se encuentren en dificultades por la deprimida situación financiera. Ya se han materializado algunas propuestas conjuntas en este sentido desde el BEI, la Comisión Europea y el BCE que aumentan el abanico de alternativas disponibles.

A lo largo del capítulo dedicado a esta materia²³ se analizan estas cuestiones y los posibles mecanismos de supervivencia sostenibles a largo plazo que puedan proporcionar a la pymes alternativas de financiación que les doten de cierta independencia respecto al ciclo económico.

Ello supondrá, en el caso español, alterar usos y costumbres, apelando a fuentes de financiación diferentes a las tradicionales y reduciendo la dependencia del crédito bancario mediante soluciones imaginativas, ya sea (i) acogiendo microfinanciación desde una base amplia de pequeños inversores (*crowdfunding*), o (ii) a través de *business angels*, (iii) *venture capital*, (iv) salidas a bolsa, principalmente en el segmento de pymes (MAB-EE), (v) emisiones de renta fija, a través del MARF, o (vi) titulizando los derechos de crédito. En el punto 17 del MoU del sector financiero español²⁴ se detallaba la necesidad de trazar una «hoja de ruta» para

impulsar todas estas alternativas de forma que puedan actuar como posibles palancas de cambio para el futuro de las pymes españolas.

Es un objetivo alcanzable para cuya consecución, las propias pymes deben tomar las riendas del proceso, considerando la necesidad de incrementar su tamaño ya sea mediante la incorporación de posibles socios estratégicos (alianzas, consorcios, fusiones o adquisiciones) o incluyendo socios industriales o financieros en sus negocios. Asimismo, es precisa una profesionalización de la gestión, principalmente en las pymes que nacieron como negocios familiares sobre la base de la unidad, la estabilidad y el compromiso de sus accionistas.

De esta forma, se podrá cambiar de un balance que ofrece un saldo poco satisfactorio; balance que históricamente se ha mostrado excesivamente tradicional, prudente y endogámico pero que si incorpora nuevos elementos, podrá en el futuro ofrecer resultados mucho más favorables para las pymes, y por ende para la competitividad de la economía española.

CONCLUSIONES

Los trabajos que comprenden esta edición del Observatorio 2013 nos presentan una situación de cambio en la que se atisban, por primera vez en los últimos años, algunos signos positivos que pueden favorecer el proceso de integración financiera europea, muy afectado por la crisis. Es un proceso caracterizado por una producción normativa excesiva que conducirá a un nuevo escenario muy diferente del actual, al que las entidades participantes en los mercados han de adaptarse para competir con éxito.

Ante este panorama, las conclusiones y recomendaciones del trabajo, se pueden concretar en los siguientes puntos:

SOBRE LA INTENSIDAD DE LA AGENDA REGULATORIA:

1. A pesar del carácter global de la nueva agenda regulatoria para combatir y preve-

²³ «La Financiación de las Pymes y la Crisis». Isabel Giménez Zuriaga de la Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros.

²⁴ Memorandum of Understanding on Financial-Sector Policy Conditionality. Julio 2012.

nir futuras crisis financieras, y de las prisas iniciales para implementarla, las iniciativas para llevarla a cabo adolecen de una serie de deficiencias:

- a. Descoordinación: Avanzan de manera desigual y de forma poco coordinada en las distintas áreas geográficas, perviviendo intereses particulares de países y regiones frente a la necesidad de concretar respuestas conjuntas para afrontar retos cuyas consecuencias exceden de las fronteras nacionales.
- b. Lentitud: Progresan lánguidamente, incluso respecto de aquellas materias que se clasificaron de máxima urgencia al inicio de la crisis.
- c. Profusión: Las iniciativas regulatorias son tan numerosas que pueden conducir a las entidades a desarrollar su actividad en la sombra («*shadow banking*»).
- d. Complejidad: Una buena parte de las nuevas reglas son en exceso pormenorizadas y prolijas. La aspiración de regular cada detalle de la materia hace que los textos normativos sean muy extensos y sujetos a la necesidad de su revisión constante, lo que unido a la gran cantidad de iniciativas en curso, requiere de enormes esfuerzos de estudio y sistematización que se traducen en costes relevantes para la industria. De los principios normativos se ha pasado a minuciosos manuales de procedimientos, que deben ser revisados frecuentemente incluso antes de que pueda valorarse la eficacia de tales regulaciones.
- e. Desenfoque: Hay algunas carencias importantes en la construcción del mercado único europeo que se han situado hasta ahora fuera del foco regulatorio y no se han abordado satisfactoriamente (por ejemplo, la integración de los mercados minoristas).
- f. Desequilibrio: Para paliar en lo posible el exceso de producción regulatoria y centrar los esfuerzos en lo verdaderamente útil, resulta conveniente que, antes de

aprobar cada norma, se ponderen los costes operativos que incorpora con los beneficios que genera para el inversor y para la integridad y eficiencia del mercado.

- g. Distorsión: La discrecionalidad que la normativa comunitaria otorga a los Estados miembros para fijar requisitos más exigentes a sus jurisdicciones distorsiona el mercado y el *level playing field* al que debe aspirar un mercado unificado.

SOBRE LAS NUEVAS TENDENCIAS DE REGULACIÓN DE LA BANCA:

2. Los Informes Liikanen y Vickers junto con la Volcker Rule, con independencia de la posible dilación de su concreción normativa, han creado una tendencia regulatoria que difícilmente tendrá vuelta atrás en los próximos años: la necesidad de aislar o proteger la actividad de banca tradicional (captación de depósitos y concesión de financiación a las familias y empresas) de otras actividades más arriesgadas relacionadas con los mercados de capitales (banca de inversión).

A la luz de esta tendencia, que pronto será una directriz regulatoria, los grupos bancarios deben replantearse su modelo de negocio y hacer una reflexión estratégica sobre su estructura societaria y operativa a los efectos de ajustar sus actividades, eliminando las más costosas y menos rentables, y ubicarse en el modelo de banca que más les interese. Ese análisis es conveniente no sólo para contar con una organización adaptada a esas líneas directrices que las medidas estructurales post crisis han diseñado dentro de la UE, sino para poder competir en los mercados globales y posibilitar operaciones corporativas en terceros países.

SOBRE LA UNIÓN BANCARIA:

3. Los mercados financieros europeos están fragmentados. La Unión Monetaria no ha



servido para construir un mercado unificado de capitales; a pesar de contar con una política monetaria unificada, compañías europeas similares en términos de actividad, solvencia, liquidez y endeudamiento, soportan costes de financiación bien distintos, en función de su país de residencia. Una decidida Unión Bancaria que imponga un supervisor único para la banca europea - junto con un mecanismo de resolución único y un fondo de garantía de depósitos común - es absolutamente necesaria para unificar los mercados de financiación actualmente fragmentados y poder aprovechar los beneficios de contar con una moneda común para favorecer el crecimiento y la inversión.

Sin embargo, la forma en la que se ha previsto la evolución hacia una plena Unión Bancaria generará riesgos en el periodo de transición, como consecuencia de la creación inicial de un supervisor único, que deberá convivir, por tiempo indefinido, con unos mecanismos de resolución nacionales. Este planteamiento requerirá que cuando el supervisor único detecte algún problema en una entidad bancaria deba trasladarlo a la autoridad nacional de resolución para que sea ésta quien haga frente a la situación contando únicamente con sus propios recursos. Algo completamente contrario al principio de solidaridad que debe inspirar la UE.

4. La Propuesta de Directiva de Resolución Bancaria es un elemento clave en la creación de un sector financiero europeo más sólido y estable. El paso hacia una mayor responsabilidad de la entidad y a la asunción de pérdidas por accionistas y financiadores en general («*bail-in*»), cuyo límite se ha cifrado en el 8% del total de los pasivos en la última propuesta del Consejo Europeo, parecen medidas adecuadas que contribuirán a reforzar la disciplina de mercado. Todo ello sin perjuicio de que la consolidación de medidas preventivas tales como el fortalecimiento de capital, el control del

endeudamiento, la prudencia en la actividad de concesión de préstamos o el análisis de resolubilidad, sean elementos esenciales para reducir la probabilidad de crisis.

SOBRE PARAÍSO FISCALES Y PREVENCIÓN DE BLANQUEO DE CAPITAL:

5. La lucha contra los paraísos fiscales fue una de las primeras iniciativas, de carácter urgente, que se incluyeron en la Agenda regulatoria del G-20 tras el estallido de la crisis. Su naturaleza global motivada por la internacionalización de la economía y de los movimientos de capitales hacen que las iniciativas para su eliminación no puedan ser llevadas a cabo por un país de forma aislada sino que deban tener carácter multilateral, y ser auspiciadas y respaldadas por acuerdos adoptados en el seno de un foro supranacional como el G-20.

Aunque ha habido algunos avances, aún existen múltiples criterios para la confección de las listas de paraísos fiscales y de países no cooperantes y las propuestas de los diferentes Estados y organismos internacionales se limitan a recomendar la aplicación de acuerdos sobre intercambios de información. Esta aproximación no solucionará el problema; es necesaria una acción más decidida al respecto.

Es preciso que se adopte una lista única y se fijen criterios comunes y exigentes para dejar de calificar a un país como paraíso fiscal demandando la total colaboración del país concernido con países terceros con interés legítimo para solicitarla.

6. Las normas de prevención del blanqueo de capitales han extendido su ámbito y exigencias sobre los sujetos obligados atribuyéndoles un papel principal en la detección del delito y de colaboración con la Administración. Pero esto no es suficiente. No se trata solamente de un problema de normas y de disponibilidad de medios en



las entidades obligadas sino que es algo que emana de la sociedad en su conjunto y que va más allá de las reglas.

Es necesario promover una cultura de base que rechace estas prácticas irregulares de blanqueo como un medio para defender el sistema y favorecer la convivencia social. A estos efectos, resulta muy importante que las instancias oficiales se involucren en una campaña para concienciar a la población de que las obligaciones de las entidades financieras de conocer a los clientes, con la consecuente petición de información, nacen de la obligación común de luchar contra la delincuencia y el terrorismo. A su vez, las administraciones reguladoras y supervisoras, al tiempo que exigen que los sujetos obligados cuenten con recursos para la prevención del blanqueo, deberían reforzar su labor de vigilancia y dotarse ellas mismas de medios suficientes y prácticas de inspección modernas, adecuadas y actualizadas.

SOBRE LA REGULACIÓN DE LOS DERIVADOS OTC:

7. Los productos derivados OTC, por su propia naturaleza, no han sido hasta ahora instrumentos regulados. Su enorme crecimiento e impacto sobre los mercados han llevado al G-20 a demandar una regulación cuyo calendario de implantación continúa avanzando tanto en los EEUU (Ley Dodd-Frank) como en Europa (Reglamentos EMIR y MIFIR). Es indudable que, en su conjunto, estas normas han mejorado la transparencia sobre el tamaño y tipología de estos productos pero su contratación se ha hecho enormemente más compleja y costosa no solamente por los nuevos requerimientos en materia de garantías sino por los costes de funcionamiento de las ECC y de los registros de operaciones, así como por la adaptación que va a exigir de los sistemas informáticos de las entidades.

Por otra parte, aunque en el marco del G-20 se acordó que las distintas jurisdicciones

armonizaran en la medida de lo posible su legislación sobre derivados OTC, lo cierto es que, una vez más, van a existir diferencias en la regulación que pueden determinar que su negociación sea más o menos flexible o que los costes asociados sean diferentes en función de los países o áreas geográficas en los que se opere. Dichas diferencias pueden abocar a arbitrajes regulatorios y económicos sobre los derivados OTC entre las jurisdicciones europeas y americana, y especialmente con las asiáticas.

Por último, es de destacar que en determinados supuestos la normativa europea y la norteamericana se aplican extraterritorialmente, lo que obligará a los participantes en el mercado a extremar las cautelas cuando celebren operaciones de forma trasatlántica, ya que ambas regulaciones no son idénticas.

SOBRE LA SUPERVISIÓN FINANCIERA EUROPEA:

8. La crisis ha puesto de manifiesto que los sistemas de supervisión financiera en la UE no han resultado suficientemente eficaces para la gestión de este tipo de situaciones. Se ha detectado una falta significativa de coordinación entre los supervisores nacionales de los Estados miembros de la UE, tanto en la aplicación de medidas como en la cooperación entre ellos. También se ha constatado una ausencia de interpretación uniforme de la normativa europea y de prácticas supervisoras similares. Directivas comunitarias muy relevantes, como la MiFID, permiten un gran número de excepciones y diferentes interpretaciones de aspectos significativos, lo que dificulta la integración de los mercados.

Frente a esta situación, el esfuerzo de las tres Autoridades Supervisoras Europeas (ESAs) en sus dos primeros años de funcionamiento ha estado concentrado en desarrollar el «*single rule book*», aun inacabado,

que será el marco común en el que desarrollar sus funciones. Sin embargo, aun queda mucho por recorrer en los otros objetivos de su misión (crear una cultura supervisora común, contribuir a la estabilidad financiera, evitar el arbitraje regulatorio y mejorar la protección de los inversores). El FMI así lo reconoce en su informe de marzo 2013 en el que manifiesta que si bien las ESAs han cumplido su objetivo inicial, no han llegado al inversor minorista ni su actuación ha tenido ningún efecto positivo sobre la integración de los mercados de servicios financieros minoristas, con la excepción de la regulación de las ventas en corto. Igualmente aprecia que queda mucho por hacer en el ámbito de la protección de los inversores.

SOBRE LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR

9. En los últimos años se ha experimentado una evolución en los principios que inspiran el buen gobierno de las empresas que prestan servicios de inversión, y en la propia normativa, hacia un concepto de «cultura del riesgo» extensivo a toda la organización que perciba el servicio al cliente como un factor determinante para el éxito de la empresa.

De acuerdo con esta percepción, la industria debe basar su desarrollo en modelos comerciales orientados al cliente, volcados en la transparencia y en el suministro de información suficiente para que el inversor conozca los riesgos asumidos pero sin excesos. A estos efectos, la regulación debiera revisarse para conseguir pautas de información que se apoyen en modelos resumidos con información relevante y solo ésta. La abundancia de información resulta contraproducente: confunde y desinforma.

SOBRE LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES:

10. Quizás el principal efecto de la crisis sobre las empresas es el de la falta de financiación o su encarecimiento, lo que les impide crecer y amenaza su supervivencia. Las importantes restricciones del crédito bancario, simultáneamente a la creciente dificultad de generar recursos suficientes para autofinanciarse, hacen relevante la búsqueda de alternativas financieras que les permitan desarrollar su actividad. Este no es solo un problema nacional sino que tiene una dimensión europea y requiere, por tanto, apoyo normativo y regulación armonizadora (por ejemplo en lo referente a la obtención de microfinanciación a través de una base amplia de pequeños inversores –*crowdfunding*–).

Con independencia de que haya que incrementar los esfuerzos para conseguir que vuelva el crédito a la economía productiva (el BCE lo intentó con escaso éxito en 2012, con dos inyecciones de liquidez que apenas llegaron a las pymes europeas) para mejorar esta situación en el mercado español será preciso alterar usos y costumbres, e incentivar el acceso a fuentes de financiación diferentes de las tradicionales de forma que las empresas puedan reducir su dependencia del crédito bancario mediante soluciones imaginativas (microfinanciación, *business angels*, *venture capital*, mercados alternativos –MAB, MARF–, titulización de activos,...).

Las propias pymes deben tomar las riendas del proceso, considerando la necesidad de incrementar su tamaño ya sea mediante la incorporación de posibles socios estratégicos o incluyendo socios industriales o financieros en sus negocios. Asimismo, es precisa una profesionalización de la gestión, principalmente en aquellas pymes que nacieron como negocios basados en la unidad, la estabilidad y el compromiso de grupos familiares.

1. ÚLTIMAS MEDIDAS DE REFORMAS DE LA BANCA



LA REFORMA ESTRUCTURAL DE LA BANCA: IMPLICACIONES DERIVADAS DE LOS INFORMES VICKERS Y LIIKANEN PARA LOS GRUPOS BANCARIOS ESPAÑOLES

Sara Gutiérrez Campiña y Gloria Hernández
(Deloitte)

1. INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS PERSEGUIDOS POR LAS REFORMAS ESTRUCTURALES DE LA BANCA

El motivo por el que no se deja «caer» a un banco y se le conceden ayudas públicas es que su derrumbe puede tener efectos muy perjudiciales para los depositantes y para el mantenimiento de los servicios básicos que los bancos prestan a la economía real, tales como los medios de pago o la concesión de crédito a familias o PYMES. Ahora bien, si el dinero empleado en un rescate bancario se utiliza, como ha ocurrido en la crisis financiera recientemente, para sufragar otras actividades (ya sea el simple fortalecimiento de los recursos propios de los bancos ayudados o actividades de banca de inversión o relacionadas con los mercados de capitales) sin que la inyección de flujos revierta en la economía, la finalidad de ayudar a los bancos fundada en que estos tienen que seguir prestando servicios a la sociedad pierde su razón de ser. Pero no sólo pierde sentido el argumento de la ayuda a los bancos, sino que puede incluso afirmarse que el mismo argumento se vuelve en su contra y genera un malestar social hacia estos actores. Las reformas estructurales de la banca que abordamos en este trabajo son un conjunto de propuestas que tratan de evitar que esta situación de subsidio, llamémoslo ineficiente a los bancos, vuelva a producirse.

La primera de estas iniciativas fue la «**Volcker Rule**» americana (Sección 619 de la *Dodd-Frank*

Wall Street Reform and Consumer Protection Act, aprobada el 21 de julio de 2010) que prohibió a los bancos norteamericanos contar con mesas de *prop trading* y tener intereses en *hedge funds*, *private equity* y otros instrumentos especulativos. A esta primera iniciativa le han seguido en nuestro continente las siguientes:

- La propuesta de la Comisión Vickers en el seno del Reino Unido (en adelante, el «**Informe Vickers**») publicada el 12 de octubre de 2012. El Informe Vickers constituye, por el momento, únicamente un documento que limita su alcance al Reino Unido y que, según el mismo establece, debe desembocar en regulación doméstica de ese país en el año 2019. El informe parte del concepto «bancos ring-fenced» o de Banco Minorista Protegido que debe configurarse como una entidad que agrupe las actividades bancarias que se consideran críticas para la economía y la sociedad y que no puede verse afectado por otras actividades que realice el grupo, estableciendo al efecto separaciones funcionales, societarias y operativas.
- El Informe del Grupo de Expertos creado en el seno de la Comisión Europea (en adelante, «**Informe Liikanen**») publicado el 2 de octubre de 2012. El Informe Liikanen recoge igualmente la recomendación de separar con carácter funcional ciertas actividades.

- La Propuesta de Directiva de la Comisión Europea en materia de recuperación y resolución bancaria publicada el 6 de junio de 2012 (en adelante, la «**Propuesta de Directiva de Resolución Bancaria**»).
- Las propuestas legislativas presentadas en Francia y en Alemania relativas a las reformas estructurales del sistema bancario (publicadas respectivamente el 19 de diciembre de 2012 y el 6 de febrero de 2013).

Todas estas iniciativas persiguen la separación entre las actividades típicas de la «banca comercial» que se consideran relevantes para la economía real y otras actividades llevadas a cabo por los bancos que tienen un componente de inversión o riesgo de mercado. De esta forma las denominadas medidas de reforma estructural de la Banca persiguen:

- (i) Limitar los incentivos que posibles apoyos públicos puedan crear e impedir que los bancos asuman riesgos excesivos utilizando los depósitos de los clientes.
- (ii) Evitar que las pérdidas originadas por actividades distintas de las bancarias que pueden revertir en beneficios para la economía real se cubran con los depósitos de los clientes y de los fondos de garantía de depósitos.
- (iii) Evitar que los bancos comerciales destinen sus préstamos a otras actividades financieras en detrimento de los otros sectores de la economía no financieros.
- (iv) Reducir el grado de interdependencia entre la banca comercial y los denominados sistemas de financiación en la sombra («*shadow banking*») que han sido, según los propulsores de estas medidas, un factor de contagio en la crisis bancaria sistémica.

2. ¿CUÁLES SON LAS ACTIVIDADES BANCARIAS CRÍTICAS O POR LAS QUE NO SE PUEDE DEJAR CAER A UN BANCO?

La primera cuestión que se plantea es qué funciones bancarias deben de salvaguardarse como

actividades críticas para la sociedad y cuáles son las actividades «riesgosas» o que no merecen del subsidio de los poderes públicos.

2.1. INFORME VICKERS

El Informe Vickers es en nuestro continente la propuesta que realiza una segregación más detallada de actividades. Las actividades que deben de salvaguardarse según este informe (y agruparse en lo que se denomina el Banco Minorista Protegido) son las siguientes funciones que se entiende que tienen una implicación social por las que los bancos son agentes especiales:

- La captación de fondos reembolsables de clientes minoristas,
- La prestación de servicios de pagos y
- Las actividades de concesión de créditos y financiación a los hogares y pequeñas y medianas empresas.

Junto con estas actividades, el Informe Vickers define ciertas actuaciones que pueden calificarse como de auxiliares a las anteriormente citadas. Las actividades auxiliares que también podrían prestarse a través de un Banco Minorista Protegido, se delimitan como aquellas que no estando prohibidas a este tipo de Bancos son actividades y servicios auxiliares necesarios para la prestación eficiente de los servicios de banca minorista y de empresas.

Por ejemplo, según el Informe Vickers a un Banco Minorista Protegido se le debe permitir realizar actividades financieras más allá de las actividades no prohibidas hasta el extremo de que sean estrictamente necesarias para sus funciones de tesorería (por ejemplo, para la gestión de riesgos, gestión de la liquidez, o captar fondos para la prestación de servicios no prohibidos). Al desarrollar servicios auxiliares el Banco Minorista Protegido puede realizar transacciones y quedar expuesto a Bancos no protegidos y a otras instituciones financieras.

El Informe Vickers añade que, respecto de las actividades auxiliares, deben de establecerse límites sobre el porcentaje de la captación de fon-



dos de un Banco Minorista Protegido que puedan ser fondos *wholesale* y también límites sobre sus exposiciones totales (aseguradas y no aseguradas) a bancos no protegidos y a otras entidades financieras.

Finalmente el Informe Vickers delimita aquellas actividades que son prohibidas para un Banco Minorista Protegido y que, por lo tanto, únicamente podrán desarrollarse por un vehículo diferente (un Banco no protegido, una Empresa de Servicios de Inversión, etc). Los servicios que estará prohibido prestar dentro del Banco Minorista Protegido son los siguientes (enumeración no exhaustiva):

- Cualquier servicio a clientes fuera del Área Económica Europea (en adelante, «EEA»);
- Cualquier servicio que resulte en una exposición con un Banco que no sea un Banco Minorista Protegido o a una entidad financiera, excepto aquellos asociados con la prestación de servicios de pagos cuando el regulador así lo disponga;
- Cualquier servicio que dé como resultado una posición de cuenta propia («*any service which would result in a trading book asset*»);
- Cualquier servicio que tenga como resultado la necesidad de mantener capital regulatorio para hacer frente al riesgo de mercado;
- La compra u originación de derivados o de otros contratos que den como resultado la obligación de mantener capital regulatorio para cubrir el riesgo de contraparte;
- Servicios relacionados con actividades en mercados secundarios, incluyendo la compra de préstamos o valores (securities).

Con carácter general, de esta enumeración de servicios prohibidos, podría afirmarse que **servicios de banca comercial** se pueden situar dentro del Banco Minorista Protegido, mientras que las divisiones de *wholesale e investment banking* deben de quedar fuera del mismo.

2.2. INFORME LIIKANEN Y PROPUESTA DE DIRECTIVA DE RESOLUCIÓN BANCARIA

En el ámbito de la Unión Europea, debemos atender de una parte a la Propuesta de Directiva de Resolución Bancaria y, de otra, a lo establecido en el Informe Liikanen.

La Propuesta de Directiva introduce el concepto de «servicios bancarios básicos». Sin embargo no se contiene en la Propuesta una definición detallada de qué debe de entenderse por «servicios bancarios básicos» (encomendando su concreción a normativa de desarrollo de esta Directiva, esto es, a una Directiva o Reglamento de Nivel 2 según el procedimiento normativo Lamfalussy).

Por su parte el Informe Liikanen no detalla tanto como el Informe Vickers las actividades críticas o básicas. Únicamente permite construir las mismas partiendo de las actividades que se recomienda se atribuyan a una sociedad especial que llama *Trading Entity* (una sociedad dentro del grupo bancario que se encuentre segregada jurídica, financiera y estructuralmente del resto y que no cuente con licencia para captar depósitos). En particular, el Informe Liikanen propone que se desarrollen a través de una *Trading Entity* (que sería una sociedad diferente de un Banco Minorista Protegido utilizando la terminología de Vickers) los siguientes servicios:

- La realización de operaciones por cuenta propia de la entidad («*proprietary trading*»),
- La tenencia de activos o posiciones en derivados que deriven del «*market-making*»,
- Las operaciones llevadas a cabo con *Hedge-Funds* («*prime brokerage*»),
- La tenencia de participaciones en entidades de capital riesgo.

Por lo tanto, dentro de las actividades permitidas a un Banco dedicado a la banca comercial se encontrarían, la concesión de préstamos y créditos a todo tipo de clientes, incluidas grandes y medianas empresas, actividades de crédito al consumo, la concesión de créditos y préstamos hipotecarios, la financiación interbancaria, la



participación en préstamos sindicados, las actividades de banca privada, las actividades de *trade finance*, financiación corporativa, el *project/structured finance*, los servicios de pago, los servicios de *hedging* para clientes no financieros, etc.

3. SEPARACIÓN DE ACTIVIDADES

3.1. ¿ES NECESARIO SEPARAR EN TODOS LOS CASOS LAS ACTIVIDADES DE BANCA COMERCIAL DE LAS RESTANTES?

El Informe Vickers exige la separación de actividades en todos los casos, sin diferenciar el tamaño o peso que las actividades prohibidas para un Banco Minorista puedan tener en un grupo financiero. Por el contrario, bajo el esquema perfilado por el Informe Liikanen la separación entre banca comercial y las restantes actividades no será obligatoria en todos los casos, sino únicamente en aquellos en los que la magnitud de las actividades de negociación fuese relevante.

En el documento se cita que un primer umbral para proceder a la separación sería el de 15-25% de la cartera de negociación sobre el total de activos o bien de 100.000 Millones de Euros, lo que ya de por sí dejaría, a priori, fuera a la práctica totalidad de los grupos bancarios españoles. Es importante observar que en el numerador de esa ratio se incluiría toda la cartera de negociación y no sólo las actividades susceptibles de ser segregadas. De conformidad con el Road Map de la Comisión Europea sobre el Informe Liikanen publicado en abril de 2013 la gran mayoría de los aproximadamente 8.000 bancos autorizados en la Unión Europea no se verían afectados por la nueva regulación si se mantienen los umbrales recogidos en el Informe Liikanen, puesto que quedarían por debajo de los mismos.

3.2. GRADO DE SEPARACIÓN ENTRE LAS ACTIVIDADES

A diferencia de la *Volckers Rule* los Informes Vickers y Liikanen no prohíben que los grupos bancarios puedan realizar las actividades prohibidas,

pero sí establecen normas de separación, tal y como pasamos a examinar a continuación.

El Informe Vickers establece que cuando un Banco Minorista Protegido es parte de un grupo, las autoridades supervisoras deben tener certeza suficiente de que pueden aislar al Banco Minorista Protegido respecto del resto del grupo en pocos días y permitir que el Banco Minorista Protegido continúe prestando sus servicios sin ayudas públicas.

Como consecuencia, el Informe indica que:

- Los Bancos Minoristas Protegidos deben ser personas jurídicas separadas. Es decir, cualquier banco que preste los servicios obligatorios, únicamente puede prestar los no prohibidos y los auxiliares dentro de la misma persona jurídica.
- Cualquier organización financiera que sea propiedad total o parcialmente de un Banco Minorista Protegido sólo puede realizar dentro del mismo grupo las actividades permitidas. En el balance de una organización que sea propiedad total o parcial de un Banco Minorista Garantizado sólo pueden incluirse activos y pasivos que resulten de actividades permitidas.
- Los grandes grupos bancarios deberán poner en marcha mecanismos para asegurar que el Banco Minorista Protegido tiene acceso continuo a las operaciones, personal, datos, información y servicios necesarios para continuar sus actividades con carácter independiente de la «salud» del resto del grupo financiero.
- El Banco Minorista Garantizado debe de ser miembro directo de todos los sistemas de medios de pagos que utilice o utilizar como agente a otro Banco Minorista Garantizado.

Otro aspecto crítico para determinar si un Banco Minorista Garantizado está suficientemente aislado dentro de un grupo es la vinculación financiera con el resto de las entidades del grupo. Si cualquier parte del grupo bancario es dependiente para su solvencia o liquidez de la salud financie-



ra de otro dentro del grupo, los problemas pueden extenderse rápidamente entre ellos.

Por ello, cuando un Banco Minorista Protegido es parte de un grupo bancario, sus relaciones con las entidades del grupo se deben de conducir en régimen de relaciones con terceros («*on a third party basis*») y no debe de ser dependiente para su solvencia o liquidez de la salud del resto del grupo. Esto se debe de garantizar mediante regulación y gobernanza separada de las entidades.

El Informe Liikanen por su parte también permite que los bancos comerciales y las *Entidades de Trading* pertenezcan a un mismo grupo bancario con estructura de holding, siempre que los bancos comerciales se encuentren suficientemente aislados de los riesgos derivados de las actividades llevadas a cabo por las *Entidades de Trading*. La Entidad de Trading, no podrá participar ni estar participada por el banco comercial, captador de depósitos. La transferencia de riesgos o fondos entre las distintas entidades dentro del mismo grupo bancario deberán llevarse a cabo en términos de mercado y no estarán permitidas cuando pongan en riesgo la adecuación de capital de los bancos comerciales. Ambos tipos de entidades sólo estarán autorizados al pago de dividendos si se asegura el cumplimiento de los requerimientos de capital exigidos.

Por lo tanto, para asegurar la independencia de los distintos tipos de entidades en un grupo financiero, todas ellas deberán cumplir con los nuevos requerimientos de capital previstos en el Reglamento y la Directiva de Requerimientos de Capital CRR y CRD IV (que incorporan en Europa Basilea III), así como a la supervisión consolidada.

4. RELACIÓN ENTRE LAS NORMAS DE SEPARACIÓN Y LOS PLANES DE RESOLUCIÓN

Tal y como señala la Comisión Europea en el *Road Map* sobre el Informe Liikanen la reforma estructural bancaria se materializará en paralelo a otras medidas de reforma que están teniendo lugar en el seno de la Unión Europea, como son

la Unión Bancaria y las nuevas normas de capital de la DRC y RRC IV.

Dentro del paquete de normas que integran inicialmente la propuesta de la unión bancaria se encuentra la Propuesta de Directiva de Resolución Bancaria citada al comienzo de este trabajo y que en su redacción ha tomado en consideración el contenido de las medidas de reforma estructural propuestas hasta la fecha.

En efecto, la propuesta de Directiva tienen en cuenta las medidas expuestas a lo largo de este trabajo a la hora de configurar el contenido que los Planes de Resolución que deben elaborar, una vez que se apruebe la Directiva, la totalidad de los grupos financieros y bancos de la Unión Europea. Así la Propuesta de Directiva recoge que en los Planes de Resolución de los bancos se deben prever los mecanismos (incluida la separación societaria y la independencia económica entre actividades dentro del mismo grupo bancario) para permitir el mantenimiento de los «servicios bancarios básicos» en caso de «caída» del grupo.

La Propuesta de Directiva concede amplias facultades al supervisor competente a la hora de aprobar los citados Planes de Resolución que serán elaborados por los bancos. Por ello la separación de actividades dibujada por el Informe Liikanen podría ser aún mayor si, en el marco de la revisión de los Planes de Resolución, la autoridad de resolución verifica que el banco no tiene capacidad suficiente para separar las actividades de banca comercial de la cartera de negociación. La separación vendría a ser uno de los poderes para «remover los obstáculos a la resolución» que introducirá la nueva Directiva. Para concretar el alcance de aspecto, se propone que la *European Banking Authority* («EBA») publique directrices comunes para la evaluación de este aspecto.

5. IMPACTO DE LAS MEDIDAS SOBRE EL ESQUEMA SOCIETARIO DE LOS GRUPOS BANCARIOS ESPAÑOLES

El Informe Liikanen es únicamente a la fecha un documento elaborado por un grupo de expertos

independientes y como tal no tiene carácter vinculante. Ahora bien, el contenido del Informe puede desembocar en medidas legislativas de reforma estructural (Directivas y Reglamentos Europeos) que a medio plazo sean de obligado cumplimiento por parte de los grupos bancarios. A corto plazo la Directiva de Resolución Bancaria ya incorpora alguno de los conceptos manejados en el Informe a la hora de delimitar el contenido de los Planes de Resolución lo que exige a los grupos bancarios realizar una primera reflexión de cómo se encuentran jurídica y operativamente estructuradas sus actividades en las distintas sociedades de su grupo a los efectos de poder defender su resolución ordenada sin contagio a la actividad de captación de depósitos.

En todo caso y aunque la concreción normativa del contenido del Informe Liikanen pueda demorarse en el tiempo, lo cierto es que este Informe junto con el Informe Vickers y la Volcker Rule han creado una tendencia regulatoria que difícilmente tendrá vuelta atrás en los próximos años: la necesidad de aislar o proteger de alguna manera la actividad de captación de depósitos y concesión de financiación a las familias y empresas de actividades más arriesgadas relacionadas con los mercados de capitales.

Según el Informe Liikanen las Entidades de Trading de los grupos bancarios que superen los umbrales previstos en el mismo no podrían participar ni estar participadas por el banco comercial, captador de depósitos. Por su parte el Informe Vickers veda también la posibilidad de que un Banco Minorista Protegido sea propiedad de una entidad que preste servicios distintos de los permitidos a dicha categoría de Banco Minorista Protegido. De ambos informes resulta pues que la estructura apropiada para los grupos bancarios europeos sería aquella encabezada por una sociedad holding que asumiría la propiedad de las acciones de las distintas entidades del grupo

(tanto las que realicen actividades de captación de depósitos como las sociedades que desarrollen actividades de trading).

La utilización de una sociedad holding como cabecera de grupo es muy poco frecuente en el sistema financiero español a diferencia de lo que ocurre en otros países de nuestro entorno como Reino Unido donde es la tónica general. De hecho, el modelo societario más extensamente seguido en nuestro país es el de que la sociedad que hace las veces de cabecera sea el banco captador de depósitos del que «cuelgan» las restantes sociedades del grupo (otros bancos, sociedades de valores, aseguradoras, participadas, etc.). Esta es precisamente la estructura que estaría prohibida en el Informe Vickers en todos los casos y bajo el Informe Liikanen para aquellos grupos que superen los umbrales. Esta circunstancia determina que, en caso de que la tendencia introducida por los Informes analizados en este trabajo prospere y se consolide en los tiempos venideros, cosa que a juicio de las autoras de este artículo es altamente probable, será necesario adaptar las estructuras societarias y operativas de los grupos bancarios españoles para hacerlas más compatibles con los nuevos estándares.

Por ello a nuestro juicio los grupos bancarios españoles deben de comenzar a realizar un ejercicio de análisis de su estructura societaria y operativa a los efectos de ir progresivamente adaptándose a la estructura jurídica que marca la nueva tendencia regulatoria independientemente de que rebasen o no los umbrales previstos en el Informe Liikanen. Lo anterior no sólo para contar con una organización adaptada a la tendencia regulatoria que las medidas estructurales post crisis han dibujado dentro de la Unión Europea sino para poder actuar en mercados tan relevantes como el inglés o facilitar adquisiciones corporativas en terceros países.



LA SUPERVISIÓN BANCARIA EUROPEA EN 2014: UNA UNIÓN BANCARIA INCOMPLETA

Francisco Uría

Abogado del Estado-excedente. Socio responsable de sector financiero en KPMG

I. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera iniciada en el verano del 2007, cuyos efectos aún padecemos, ha puesto de manifiesto las limitaciones y debilidades del proyecto de construcción europea.

A pesar de compartir una moneda, el euro, los países integrados en la Unión Monetaria se encuentran en una situación muy distinta desde el punto de vista financiero.

De hecho, se ha producido una fragmentación en la Eurozona de modo que unos países disfrutan de un coste de financiación muy reducido (tendente a cero), mientras que otros, como España, han venido sufriendo, especialmente durante el año 2012, un encarecimiento en su financiación que afecta a Administraciones Públicas, empresas y particulares, si bien la situación ha mejorado en los últimos meses.

Con independencia de las condiciones objetivas de cada entidad de crédito o empresa no financiera, aquellas que tienen su sede en un Estado respecto del que existe la percepción de un riesgo soberano, deben financiarse a un coste más alto que el de sus competidoras europeas, a veces situadas a pocos kilómetros de distancia, lo que dificulta su competitividad.

Todo ello a pesar de los esfuerzos realizados por el Banco Central Europeo que, dentro de sus escasas posibilidades jurídicas, ha tratado de reducir las diferencias entre Estados a niveles algo más razonables.¹

Frente a este estado de cosas, parece evidente que sólo un reforzamiento de los vínculos europeos, avanzando hacia una mayor integración económica y financiera puede evitar que esta situación se prolongue durante años, suponiendo, de facto, la ruptura de la Unión Monetaria.

Concretamente, todos los analistas coinciden en que la construcción de una Unión Bancaria podría ser el modo más eficaz de romper el vínculo actualmente existente entre riesgo soberano y balances bancarios, garantizando así condiciones de financiación más homogéneas en el conjunto de la Eurozona. Se trata de romper lo que Joseph Stiglitz ha llamado «una economía del vudú» en la que el Gobierno rescata a la banca y los bancos rescatan a los Estados a través de la compra de deuda pública.²

La Unión Bancaria tendría también otras ventajas añadidas, que pueden ser importantes para los bancos españoles, como son el progreso en la armonización de la regulación y de las prácticas supervisoras, elementos ambos imprescindibles para construir un mercado interior de servicios financieros ahora virtualmente inexistente.

Sin embargo, cuando hablamos de Unión Bancaria nos referimos a un concepto global que debería englobar un conjunto de iniciativas interrelacionadas: la armonización de la regulación ban-

¹ Recordemos, en este sentido, las mágicas palabras del Presidente de Mario Draghi, cuando en el verano del año

2012 se comprometió a hacer «lo que fuera necesario para salvar el euro» y su efecto balsámico sobre los mercados.

² Expansión, 11 de junio de 2012.



caria, el establecimiento de un mecanismo europeo de supervisión bancaria (*single supervision mechanism* o «SSM»), la existencia de prácticas homogéneas de supervisión (*single rule book*), establecidas por la Autoridad Bancaria Europea (EBA, tomando sus siglas en inglés), un mecanismo europeo de garantía de depósitos, que vaya más allá de la mera interconexión y coordinación entre los sistemas nacionales actualmente existentes y, por último, el establecimiento de un mecanismo europeo de resolución bancaria, a cargo de una única autoridad europea de resolución que cuente con posibilidades reales de financiación (*backstop*).

Desde el comienzo, la Unión Europea ha estado dividida en tres bloques frente a esta iniciativa: los países que no forman parte del Euro y que, en principio, quedarán al margen de sus efectos de no concluir acuerdos bilaterales de cooperación con los países de la Eurozona o el Banco Central Europeo (acuerdos con terceros, en la terminología de las propuestas de la Comisión Europea), los países que han respaldado la iniciativa de forma decidida (Francia, Italia, España, Portugal, Irlanda) y los países que, de forma más o menos explícita, se han opuesto a ella o han pretendido limitar o retrasar sus efectos (liderados, como es público, por Alemania).

La situación anterior a la «crisis chipriota» vivida en el mes de abril era la de un cierto consenso entre unos y otros: se estaban consiguiendo avances en la supervisión común, al haberse aprobado en septiembre las normas jurídicas que la harán posible en un tiempo auténticamente récord, de forma que se establecerá un sistema único de supervisión bancaria bajo la responsabilidad del Banco Central Europeo en colaboración con los supervisores locales.

Es importante recordar que ese «acuerdo político inicial» fue conseguido en diciembre del año 2012 sobre la base de una cesión: la de que sólo los bancos de mayor tamaño quedarán sujetos a la supervisión directa del Banco Central Europeo, posición política defendida desde el comienzo por Alemania y finalmente acordada en la reunión del Eurogrupo celebrada entonces.

Frente a la propuesta original de la Comisión, que implicaba que más de 6.000 bancos europeos quedarían directamente sujetos a la supervisión del mecanismo europeo de supervisión bancaria, el efecto resultante de los acuerdos alcanzados será que quedarán sometidos a esa supervisión directa entre ciento treinta y ciento cuarenta bancos. Se trata, en consecuencia, de una propuesta mucho menos ambiciosa que la original.

No obstante, una vez aprobado su nuevo régimen jurídico, el mecanismo único de supervisión bancario verá la luz al final del año 2014, aunque no estará exento de dificultades técnicas.

Sin embargo, otras iniciativas íntimamente relacionadas con lo anterior, como la de un sistema europeo de resolución bancaria bajo una única autoridad europea o un mecanismo de garantía de depósitos común en la Eurozona, avanzan con mayor lentitud y afrontan obstáculos mucho más relevantes evidenciados ya en el debate político³.

De hecho, tanto la construcción de un sistema único de garantía de depósitos o la consecución de una autoridad europea de resolución, han ido quedando pospuestas en el tiempo de modo que, ni una ni otra, estarán en vigor, de acuerdo con los calendarios actualmente existentes, en 2014.

De acuerdo con todo lo anterior, la situación es la de un avance notable en el proceso de construcción de una supervisión bancaria común de alcance limitado (y, desde luego, asimétrico, si comparamos el número de entidades comprendidos en su alcance en unos y otros Estados), que no irá acompañado de un avance similar en otros terrenos considerados inseparables de una auténtica unión bancaria: un sistema europeo de

³ La vinculación entre la supervisión bancaria europea y las propuestas sobre resolución bancaria y garantía de depósitos se han puesto de manifiesto, recientemente, por el Miembro del Consejo Ejecutivo del BCE, Benoît Coeuré, en su discurso: «Monetary Policy and Banking Supervision» pronunciado en la Goethe University en Frankfurt el 7 de febrero de 2013 y puede ser consultado en la página web del BCE.



garantía de depósitos basado en contribuciones ex ante de las entidades y un mecanismo común de resolución bancaria con una autoridad única que tuviera auténticas capacidades de financiación, tanto desde un punto de vista jurídico como financiero.

Sin embargo, los acontecimientos vividos en los primeros días de abril a propósito del rescate chipriota evidenciaron, una vez más, la debilidad de las instituciones financieras europeas y la imposibilidad de reaccionar ante situaciones de dificultad desde una pluralidad de autoridades de resolución como la que tenemos actualmente.

Con ello se ha recrudecido el debate sobre si el calendario actualmente acordado, y que, si nada cambia, llevará en el año 2014 al nacimiento de una unión bancaria de alcance limitado, asimétrica e incompleta, que sólo se completaría, probablemente ya concluida la crisis actual, más allá del 2018, es suficiente para las necesidades europeas.

Este trabajo pretende proporcionar argumentos para ese debate, que, como veremos, tiene consecuencias muy importantes para España y nuestro sector financiero.

2. EL SISTEMA EUROPEO DE SUPERVISIÓN BANCARIA

La primera pieza en la construcción de la Unión Bancaria europea es la organización de un sistema europeo de supervisión bancaria (SSM)⁴.

En un primer momento, la Comisión Europea preparó unas propuestas normativas realmente ambiciosas, de acuerdo con las cuales el Banco Central Europeo pasaba a convertirse en el eje central y el responsable de un sistema europeo de supervisión bancaria común que se aplicaría a todos los bancos de la Eurozona.

Se trataba, en primer lugar, de una propuesta de reglamento del Consejo que atribuía funciones específicas al Banco Central Europeo

para la supervisión prudencial de las entidades de crédito.

Esta decisión era, en sí misma, muy relevante. El Banco Central Europeo no ha desempeñado nunca funciones supervisoras y ni su marco jurídico ni su organización interna estaban preparados para ejercitar competencias en este ámbito.

Sin embargo, el Banco Central Europeo, como eje del Eurosistema, tenía la experiencia de su continuada relación con los bancos centrales europeos que, con escasas excepciones (Alemania, la más importante) asumen la condición de supervisores bancarios en sus Estados respectivos, y estaba dotado de los instrumentos operativos y los procedimientos que permitirían la transmisión masiva y segura de información entre los supervisores.

Además, existían ventajas evidentes en la asociación de competencias supervisoras a un organismo que, como el Banco Central Europeo, tenía también competencias relevantes en materia de supervisión macroprudencial.

A esa propuesta le acompañaba una propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modificaría el Reglamento (EU) n° 1093/2010, que estableció la Autoridad Bancaria Europea. Esta reforma pretendía ajustar las competencias de la Autoridad Bancaria Europea para compatibilizarlas con las nuevas funciones del Banco Central Europeo en materia de supervisión y, sobre todo, las reglas de voto de la Autoridad Bancaria Europea.

De acuerdo con el nuevo esquema institucional, la Autoridad Bancaria Europea mantendría sus funciones actuales en el ámbito regulatorio, así como en la coordinación de las prácticas de supervisión, mientras que el Banco Central Europeo asumiría competencias directivas en materia de supervisión prudencial.

El problema de la corrección de las reglas de voto y el gobierno corporativo de EBA respondía al riesgo, evidente, de que en el marco de una supervisión bancaria europea aplicable a los bancos de los Estados que forman parte del Eurogrupo éstos pudieran adoptar posiciones políticas y técnicas «comunes» frente al resto de los

⁴ Single Supervisory Mechanism en sus siglas en inglés.

Estados de modo que pudieran asegurarse la aprobación de sus propuestas en todos los casos.

Los objetivos de esta propuesta fueron explicados por el Vicepresidente del Banco Central Europeo, Vitor Constancio,⁵ en términos particularmente elocuentes al indicar que el SSM persigue dos objetivos fundamentales:

En primer lugar, resolver el «trilema financiero» que puede ser definido como la imposibilidad de conseguir, al mismo tiempo, estabilidad financiera, integración financiera y mantener las políticas financieras nacionales en un mercado integrado de servicios financieros.

En segundo término, se trata de romper el vínculo existente entre soberano y bancos, cuyos efectos se han puesto de manifiesto de forma clara en esta crisis.

La propuesta original de la Comisión, aunque tuvo una aprobación política inicial en junio de 2012, chocó, sin embargo, y desde un primer momento, con el rechazo de algunos Estados, y singularmente de Alemania, que deseaban limitar el ejercicio de la supervisión bancaria directiva por parte del BCE a las entidades de mayor tamaño, manteniendo buena parte de las entidades de su sistema financiero bajo supervisión local.

También se suscitaron dudas sobre la compatibilidad entre las funciones supervisoras y monetarias, y el riesgo que suponía su concentración en el BCE para su independencia. Concretamente, se temía que pudieran adoptarse medidas en materia monetaria condicionadas por los efectos que podrían producir sobre los balances bancarios.

Finalmente, el Eurogrupo alcanzó un acuerdo político que permitió superar ambas cuestiones en su reunión de diciembre de 2012.

Como resultado de este acuerdo y en la línea anticipada en el apartado anterior de este trabajo, el alcance de las competencias de supervisión

bancaria del BCE quedó sustancialmente rebajado de modo que sólo los bancos más relevantes por su volumen de activos o su presencia transfronteriza quedarían sujetos a su supervisión directa.

De hecho, Coeuré⁶ estimó recientemente, basándose en el análisis realizado por los servicios del BCE, que entre 130 y 140 bancos estarían sujetos a las competencias supervisoras directas del Banco Central Europeo, lo que implica que más del ochenta por ciento de los activos bancarios estarán sujetos a esa supervisión.

A partir de los acuerdos de diciembre, la iniciativa sobre la creación del mecanismo europeo de supervisión bancaria ha ido superando progresivamente las dificultades surgidas a su paso, alcanzándose en primer lugar un acuerdo entre la Comisión y el Parlamento Europeo y, posteriormente, y coincidiendo con la reunión del ECOFIN informal en Dublín de abril de 2013, se alcanzó igualmente un acuerdo entre el Parlamento Europeo y la Presidencia del Consejo de modo que ha quedado expedito el camino para su rápida tramitación y aprobación, finalmente producida en el otoño del año 2013.

El BCE sólo supervisará directamente a los bancos con activos superiores a los 30.000 millones de euros, que representen más del 20 por ciento del PIB del Estado en el que tengan su sede los tres bancos más significativos de cada Estado o que cuenten con filiales en, al menos tres Estados miembros, y aquéllos sobre los que recabe competencias directas, mientras que el resto de los bancos se mantendrán bajo la tutela de su supervisor local.

Ello implicará una aplicación muy diversa en Europa ya que, en función de la estructura de su respectivo sector financiero, algunos Estados, como España –tras el fuerte proceso de consolidación vivido en estos años– podrían ver cómo la mayor parte de las entidades de su sistema pasarían a estar sujetas a la supervisión del Banco

⁵ En un discurso pronunciado en el Foro organizado por BAFT-IFSA el 29 de enero de 2013. Puede ser consultado en la página web del Banco Central Europeo (www.ecb.europa.eu).

⁶ Vid nota 3.



Central Europeo mientras que otros, como Alemania, mantendrían a buena parte de su sistema a cargo del supervisor local.

Desde el punto de vista español, esto no sería relevante. Aunque una parte de las entidades de otro Estado pudiera permanecer al margen del nuevo mecanismo único de supervisión, el hecho de que todas las entidades europeas relevantes pasen a estar sujetas a una regulación y prácticas de supervisión armonizadas, ya supone un claro avance respecto de la situación actual.

En todo caso, la creación del nuevo mecanismo de supervisión bancaria europea habrá de pasar por una intensa cooperación entre el BCE y los supervisores nacionales, puesto que son éstos los que disponen de los conocimientos, la experiencia y los medios necesarios para el desarrollo de esta función. Por otra parte, los objetivos asociados a la construcción de la Unión Bancaria europea no podrían conseguirse, ni tan siquiera en parte, de no existir una armonización de las prácticas supervisoras de los supervisores a todos los niveles, europeo y nacional.

Por otra parte, los supervisores nacionales mantendrán competencias relevantes, incluso respecto de los bancos supervisados directamente por el BCE lo que, de nuevo, obligará a una estrecha cooperación entre los supervisores.

Sin embargo, una vez aprobadas las normas juiciarias que le sirven de fundamento, lo más importante está por hacer. El Banco Central Europeo debe dotarse de los instrumentos y los profesionales necesarios para desarrollar una labor hasta ahora extraña.

Como se ha dicho, la colaboración del Banco Central Europeo y los supervisores nacionales será fundamental para la construcción del nuevo mecanismo único de supervisión europeo, pues son los supervisores nacionales quienes cuentan con los datos históricos, el conocimiento y también los profesionales formados que pueden permitir el desarrollo de esas funciones de forma eficiente.

Además de ello, habrán de alcanzarse con rapidez los objetivos previstos en cuanto a la armonización de la regulación financiera y las

prácticas supervisoras, a las que nos referiremos en el apartado posterior, de modo que la organización, los procedimientos y los recursos a disposición del Banco Central Europeo no puedan convertirse en un obstáculo para el inicio de sus funciones supervisoras en el calendario previsto (2014).

3. LA SEGUNDA PIEZA DEL PUZZLE: LA ARMONIZACIÓN DE LA REGULACIÓN Y DE LAS PRÁCTICAS SUPERVISORAS

3.1. LA ARMONIZACIÓN DE LA REGULACIÓN EUROPEA

La existencia de un mecanismo de supervisión común exige reglas únicas, tanto en el ámbito de la regulación bancaria como en el de las prácticas y cultura supervisoras.

En el primer ámbito, y tras los acuerdos de Basilea III, la Unión Europea debe dotarse de sus propios instrumentos normativos, entre los que destaca el paquete normativo conocido como «CRD IV».

CRD IV integra las siguientes normas:

- La Directiva sobre el acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero (CRD).
- El Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión (CRR).

Este paquete normativo fue finalmente aprobado antes del verano del 2013, con un cierto retraso respecto de los plazos inicialmente previstos.

Frente a la intención armonizadora inicial, que pretendía lograr, básicamente, estándares

comunes en materia de capital para todos los bancos españoles, la difícil negociación política ha exigido cesiones muy importantes centradas en el reconocimiento a las autoridades nacionales de la competencia para establecer requerimientos adicionales «nacionales» en respuesta a riesgos macroeconómicos específicos.

Además, la normativa europea no se limitará a la «transposición» de los acuerdos de Basilea III sino que introduce algunas modificaciones relevantes que derivan de la agenda política europea, como las previsiones relativas a las retribuciones de administraciones y directivos bancarios y, en general, al gobierno corporativo de las entidades.

Por último, la reforma se ha aprovechado para completar los poderes de la Autoridad Bancaria Europea y, concretamente, para perfilar su función mediadora en caso de discrepancias entre supervisores nacionales a propósito de la interpretación y aplicación de la regulación bancaria.

Parte de la dificultad política para llevar a cabo esta reforma ha venido determinada por la situación de la economía europea, con un crecimiento muy débil generalizado y una recesión en algunos casos, y las dudas sobre el efecto que podrían tener estas nuevas medidas sobre la concesión de crédito a las familias y empresas, especialmente en el caso de las empresas pequeñas y medianas.

Si bien se han realizado estudios de impacto a propósito de la medida, éstos tuvieron lugar en un momento (2010) en que la situación económica no parecía tan difícil y, sobre todo, no se habían producido los acontecimientos recientes en relación con algunas entidades del sector financiero español (que dieron lugar a la firma del Memorando de Entendimiento en julio de 2012) y el rescate chipriota de hace unos días.

En este sentido, las nuevas medidas sobre capital, tanto desde el punto de vista cuantitativo como cualitativo, tendrán un impacto más limitado, por el hecho de que algunos legisladores nacionales, los mercados y las propias decisiones de las entidades están llevándolas desde hace tiempo a aproximarse a los nuevos estándares regulatorios, si bien existen ámbitos concretos,

como el de la titulización, en el que las nuevas medidas pueden tener un efecto sensible sobre la futura concesión de crédito.

Sin embargo, son mucho más dudosas las medidas que se adoptan en relación con la liquidez, respecto de las que existe una escasa experiencia previa (en Europa, sólo en el Reino Unido se han introducido medidas similares), y presentan el claro riesgo de inducir a las entidades a «atesorar» su liquidez en lugar de emplearla en la inversión crediticia como podría ser deseable en un momento económico como el actual.

En todo caso, el mayor riesgo que plantea la nueva regulación deriva tanto de las dudas sobre la forma y el calendario con el que se producirá la implementación de Basilea III en otras jurisdicciones (especialmente en Estados Unidos y en los grandes mercados asiáticos), creando así un riesgo evidente de desventaja competitiva para los bancos europeos y también de posible «arbitraje regulatorio», como, sobre todo, por el efecto que pueda tener la «flexibilidad» que se ha concedido a las autoridades nacionales para reforzar los mecanismos previstos en la normativa europea para adaptarlos a sus circunstancias macroeconómicas nacionales.

La sombra del «*gold plating*», que había pretendido evitarse a la vista de la experiencia vivida con la aplicación de los acuerdos de Basilea II, se hace presente y puede provocar problemas de competencia «imperfecta» entre las entidades de crédito europeo. Puede ser un paso atrás —otro— en la construcción de un auténtico mercado interior de servicios financieros.

3.2. *EL LLAMADO «SINGLE RULE BOOK»*

La supervisión bancaria europea es cualquier cosa menos homogénea. Tanto por la organización de la supervisión, la dotación de medios o la práctica de las tareas de supervisión, existen grandes diferencias entre Estados. De hecho, algunos de ellos, como España, se encuentran ahora mismo en un proceso de transformación de la supervisión bancaria.



La Autoridad Bancaria Europea ha tenido un papel particularmente activo en este ámbito. De hecho, desde su creación ha desarrollado una actividad muy relevante para fomentar la armonización en la cultura supervisora europea.

Sin embargo, nada es tan importante como la culminación del manual de prácticas común para la supervisión bancaria, conocido como *«single rule book»*, al que el calendario de actividades de EBA atribuye un papel central durante el año 2013. Este trabajo se plasmaría en un documento oficial conocido como *«binding technical standards under the new CRDIV/CRR framework»*, que debería estar listo en el momento de entrada en vigor de la nueva regulación (algún momento del 2013) aunque mucho antes que el inicio de su aplicación efectiva.

Evidentemente, la existencia de estas reglas comunes de supervisión se hace imprescindible para el BCE como nueva autoridad europea de supervisión bancaria, al servicio de las competencias directas que habrá de asumir en breve respecto de las entidades más importantes. Pero, no en menor medida, este esfuerzo de armonización se hace igualmente imprescindible para la supervisión bancaria que continúe realizándose sobre las entidades que, por no cumplir con los requisitos previstos en la nueva regulación, se mantendrán bajo supervisión estrictamente nacional.

La unificación en este último caso se hace realmente imprescindible de modo que no existan incentivos para mantenerse fuera de la supervisión bancaria única del BCE o, incluso, la posibilidad de un arbitraje regulatorio (o supervisor).

Al margen de todo lo anterior, el trabajo y las aportaciones de EBA han sido igualmente fundamentales durante la tramitación y discusión de la CRD IV.

Por último, EBA ha venido prestando atención, desde su creación, a la situación real de los bancos europeos, desarrollando ejercicios de identificación de riesgos que se han plasmado en la forma de los conocidos *«stress tests»* desarrollados en los últimos años.

Estaba prevista la realización de un nuevo *«stress test»* en el año 2013, tras los que se habían

desarrollado en 2009 y 2011. Sin embargo, a la vista de la nueva situación creada, y de los intensos cambios regulatorios que se están produciendo en estos momentos, se decidió el aplazamiento del ejercicio, al menos, hasta el año próximo (2014). De hecho, la agenda de prioridades fijada para el año 2013 en el programa de trabajo del Comité Conjunto de las autoridades supervisoras europeas parece especialmente centrada en cuestiones relacionadas con la protección de los consumidores, aunque sin descuidar el análisis de riesgos.

En todo caso, el ejercicio de las competencias de supervisión directa del BCE, que se producirá, previsiblemente a finales del año 2014, exigirá la previa aprobación de esos estándares técnicos comunes por parte de EBA.

4. LA RESOLUCIÓN BANCARIA

La crisis financiera iniciada en el verano de 2007 puso de manifiesto la debilidad de las instituciones jurídicas disponibles para afrontar los procesos de resolución bancaria, incluso a nivel nacional.

Desde ese momento, algunos Estados europeos han desarrollado iniciativas propias para mejorar su regulación en este ámbito (señaladamente, el Reino Unido). Sin embargo, esos esfuerzos no han permitido dar respuesta a otro problema igualmente evidenciado con la crisis actual: la resolución de las entidades con fuerte presencia transfronteriza.

La Comisión Europea fue bien pronto consciente de las dificultades existentes en este ámbito y, de la mano de las recomendaciones formuladas a nivel internacional, adoptó una propuesta de alto nivel técnico en junio de 2012.

Concretamente, el 6 de junio de 2012 la Comisión hizo pública una Directiva en materia de recuperación y resolución bancaria.

El contenido fundamental de esta propuesta era establecer un cuerpo común de instrumentos jurídicos (*«tool kit»*) de que deberían disponer las autoridades nacionales para dar respuesta de forma eficaz a las situaciones de crisis o potencial crisis bancaria.

Esos instrumentos se ordenaban en tres «momentos», normalmente sucesivos: los poderes «de prevención», los de «intervención temprana» y la resolución propiamente dicha.

En el caso español, esta propuesta ha tenido particular importancia puesto que, como parte de las obligaciones contraídas en el Memorando de Entendimiento de junio de 2012, España debió incorporar esos instrumentos a su ordenamiento jurídico de forma anticipada.

La «transposición» se llevó a cabo, en un primer momento, a través del Real Decreto-ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, posteriormente convertida, tras su tramitación como proyecto de ley, en la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, con el mismo título.

Los acontecimientos vividos a propósito del rescate de Chipre han puesto estas iniciativas europeas en primer término, evidenciando la necesidad de contar con planes e instrumentos jurídicos preestablecidos para gestionar crisis bancarias de forma eficiente y, no en menor medida, proporcionar un marco de seguridad jurídica para las distintas partes interesadas respecto de las consecuencias de los procesos de reestructuración y resolución bancaria.

Los sucesos de Chipre evidenciaron la necesidad de proporcionar una seguridad jurídica «total» a los depósitos de importe superior a los cien mil euros⁷.

Las reglas sobre «prelación de créditos», tradicionales en nuestro derecho, pasaron así a tener una importancia fundamental, y se incorporaron al contenido de la nueva directiva europea.

Al margen de lo anterior, la propuesta partía de un diseño institucional que apuesta por la constitución de autoridades nacionales de resolución bancaria de carácter administrativo y no

judicial y con poderes de actuación «preventiva».

Sin embargo, lo dicho hasta este momento no agota la problemática fundamental ligada a esta iniciativa.

Los acontecimientos vividos hasta ahora y, no en menor medida, el proyecto global de construcción de una auténtica «unión bancaria europea» exigían que la nueva normativa fuera más allá del ámbito estrictamente nacional para proporcionar instrumentos «europeos» de resolución, puesto que ahora sabemos que ninguna crisis bancarias puede ser considerada «estrictamente nacional» especialmente si el soberano no dispone de los recursos necesarios para resolverla por sí mismo.

La propuesta de Directiva original contenía ya, desde su texto original, algunos instrumentos puestos al servicio de la cooperación institucional entre las autoridades de resolución bancaria (imitando los colegios propios de la supervisión) e, incluso, su apoyo financiera (básicamente en forma de préstamos).

Sin embargo, la crisis ha puesto de manifiesto que, en determinadas circunstancias, las autoridades nacionales pueden no disponer de los recursos necesarios para responder a una situación de crisis cuando las dificultades afectan a una parte importante del sistema. Ello resulta particularmente evidente cuando el tamaño de los balances bancarios supera, en varias veces, el producto interior bruto nacional, como ya hemos visto en algunos casos.

A ello se le añade que, una vez que un número relevante de bancos pasen a ser supervisados directamente por el Banco Central Europeo, no parecería coherente dejar a las autoridades nacionales el protagonismo en su eventual reestructuración o resolución. La supervisión bancaria común tiene como lógico compañero de viaje el establecimiento de una autoridad europea de resolución que cubra, al menos, los mismos bancos objeto de supervisión directa del BCE.

Una autoridad europea de resolución bancaria europea exige, a su vez, la disposición de recursos fácilmente movilizables en caso de una crisis (*backstop*).

El Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (más conocido como MEDE) podría pro-

⁷ Recordemos que los acuerdos inicialmente adoptados para el rescate a las entidades de Chipre el sábado 16 de marzo (inmediatamente rectificadas) contemplaron la imposición de un tributo extraordinario para los depósitos de importe inferior a los cien mil euros, lo que provocó una gran inquietud en los mercados.



porcionar, en este sentido, un primer instrumento de financiación, aunque su actuación pudiera limitarse a una inyección de liquidez inicial.

Sin embargo, tanto la constitución de una autoridad europea de resolución bancaria como, sobre todo, el establecimiento de un fondo predotado que pudiera servir para financiar los costes derivados de la reestructuración de las entidades, es una materia sobre la que los países europeos distan mucho de alcanzar un acuerdo político, como se puso de manifiesto en el Consejo Federal celebrado en septiembre 2013, lo que ha obligado a posponer esta iniciativa, a menos que los recientes acontecimientos de Chipre, tantas veces citados en este trabajo, obliguen a ver las cosas de otro modo, como sería aconsejable.

Saliendo al paso de estas preocupaciones la Comisión Europea presentó una nueva iniciativa en este ámbito en julio de 2013, proponiendo la creación de un mecanismo único de resolución bancaria (MUR) que complementaría al ya previsto mecanismo único de supervisión (MUS) a cargo del BCE.

La propuesta consiste en la creación de un nuevo órgano, la Junta Única de Resolución en la que se integrarían representantes de la Comisión Europea, el Banco Central Europeo y de las autoridades nacionales de resolución.

El aspecto más problemático de esta iniciativa sería en que, con el aparente objeto de soslayar la necesidad de modificar el Tratado en el caso de atribuir una función a una autoridad de nueva creación, la propuesta de la Comisión pasa por atribuirse a sí misma la decisión sobre la resolución de una nueva entidad, partiendo de su experiencia en la aplicación de la normativa sobre ayudas de Estado a los casos de recapitalización, reestructuración y resolución de entidades.

Los recursos para afrontar la resolución bancaria procederán de un nuevo fondo único de resoluciones bancarias que se financiaría con aportaciones procedentes del propio sector bancario. El objeto sería que el nuevo fondo llegase a sustituir a los fondos nacionales de resolución de la zona euro y los de los Estados que participan en la Unión Bancaria.

La iniciativa encontró una fuerte oposición política de algunos Estados y, de hecho, no pudo ser aprobada en el Consejo celebrado en septiembre de 2013. Queda por ver si será posible un acuerdo político sobre la creación de ese mecanismo único de resolución o si, por el contrario, la supervisión bancaria única habrá de complementarse exclusivamente con las autoridades nacionales de resolución bancaria.

Estas discrepancias políticas se hacen todavía más intensas cuando se discute si esa eventual autoridad europea de resolución y los fondos de que pudiera disponer (sea el MEDE u otro distinto) podría llegar a actuar de forma retroactiva, permitiendo la recapitalización directa de los bancos que, como algunas entidades españolas, ya han afrontado situaciones de dificultad. El problema de los «*legacy assets*» parece, sin duda, el más difícil de resolver desde un punto de vista político.

En todo caso, si en el año 2014, al tiempo de implementar el mecanismo único de supervisión bancario, no existe una autoridad europea de resolución con capacidad financiera propia, o, al menos, existe un calendario concreto y razonablemente breve para su implementación, no podrá hablarse de la existencia de una auténtica «unión bancaria europea» y, desde luego, no podrá cortarse el vínculo actualmente existente entre riesgo soberano y balances bancarios.

5. LA ÚLTIMA PIEZA: LA GARANTÍA DE LOS DEPÓSITOS

La protección de los depósitos bancarios en Europa es uno de los ámbitos en los que se han puesto de manifiesto, de forma más clara, las limitaciones del proceso de armonización de la normativa europea. En este sentido, compartimos plenamente las acertadas consideraciones realizadas por MÉNDEZ y HERNANGÓMEZ⁸.

⁸ Méndez Álvarez-Cedrón, José María y Hernangómez Cristóbal, Francisco en «La insuficiente armonización de los fondos de garantía de depósitos en la Unión Europea», publicado por el Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos, Fundación de Estudios Financieros (2008), pág. 135.

La Directiva 94/19/CE, relativa a los sistemas de garantía de depósitos había tenido una eficacia armonizadora realmente limitada y básicamente reducida a dos aspectos: una cifra mínima de garantía de 20.000 euros y unos plazos máximos para la realización del pago a los depositantes. Sin embargo, existían aspectos muy relevantes en la configuración de los instrumentos nacionales de protección de los depósitos como la fórmula de financiación de los fondos y, sobre todo, su carácter «ex ante» o «ex post» no habían llegado a armonizarse.

Las limitaciones derivadas de esa situación se pusieron de manifiesto cuando se produjo el agravamiento de la crisis financiera internacional tras la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008, y algunos Estados adoptaron medidas unilaterales de protección de los depósitos (singularmente, Irlanda, que llegó a garantizar las obligaciones de sus bancos nacionales con un carácter «universal»), y se hizo evidente la necesidad de avanzar en el proceso de armonización.

Lo urgente, como suele suceder, se antepuso a lo realmente importante, y se optó por tramitar a la mayor celeridad posible una modificación muy limitada de la normativa europea vigente, con el objetivo fundamental de elevar hasta cien mil euros la garantía que se otorgaba a los depositantes en toda la Unión Europea.

El propósito de acometer una iniciativa reformadora más ambiciosa seguía, no obstante, presente y el Consejo de la Unión Europea instó a la Comisión Europea en su reunión de 7 de octubre de 2008 a presentar una propuesta adecuada para promover la convergencia de los sistemas de garantía de depósitos en Europa.

En definitiva, aunque se tramitó con rapidez una modificación de la Directiva 94/19/CE, a través de la Directiva 2009/14/CE, la propia Directiva anunciaba la voluntad de emprender en breve una reforma más ambiciosa en este ámbito.

Los servicios de la Comisión Europea comenzaron a realizar los trabajos técnicos para la elaboración de una nueva propuesta y, no demasiado tiempo después, el 4 de marzo de 2009, anunciaron en una Comunicación llamada «Gestionar

la recuperación europea», se anunció formalmente el objetivo de presentar una propuesta de mejora a corto plazo.

De acuerdo con este propósito político, el 12 de julio de 2010 la Comisión Europea presentó «un paquete de medidas para potenciar la protección del consumidor y la confianza en los servicios financieros», como fue denominado entonces.

La nueva propuesta de modificación de la Directiva 94/19/CE, era claramente más ambiciosa que la anterior, y abarcaría cinco cuestiones fundamentales:

1. La consolidación de un alto grado de protección fijado en los cien mil euros por depósito.
2. Una mejora en los procedimientos de restitución de los depósitos, de modo que sus titulares pudieran ser reembolsados en un plazo de siete días.
3. Un sistema más eficiente que facilite la cooperación entre los sistemas nacionales de garantía de depósitos.
4. Una mejora de la información de que habrán de disponer los depositantes sobre los sistemas de garantía que protegen los fondos de su propiedad. Esta propuesta concreta guarda relación directa con la situación vivida por titulares de depósitos constituidos en sucursales de entidades extranjeras que descubrieron los límites de la protección efectiva de la que gozaban cuando trataron de recuperar sus depósitos ante las dificultades de los bancos de que eran clientes.
5. Un nuevo régimen de financiación, basado en el principio de financiación «ex ante» que podría completarse tanto con financiación adicional «ex post» como por medio de préstamos mutuos entre los sistemas de garantía europeos, con la posibilidad extrema de recurrir a otros mecanismos de financiación de emergencia.

En todo caso, el sistema debería financiarse mediante aportaciones de las entidades bancarias.



Así como la mejora de los instrumentos de garantía de los depósitos no han suscitado demasiadas dudas, la situación de buena parte de los bancos europeos hacían difícil la financiación de los fondos en los casos de Estados que no habían contado, hasta el momento, con un sistema de financiación «ex ante» mediante aportaciones de las entidades financieras, como el que existe en España.

Algunas de estas dificultades se pusieron de manifiesto en un informe de la Comisión Europea publicado en junio de 2009 y titulado «*Possible models for risk-based contributions to EU Deposit Guarantee Schemes*».⁹

Ello motivó que, desde el comienzo, se pensara en plazos de adaptación progresiva, del mismo modo que la ampliación del ámbito de protección en el año 2008 se produjo en dos momentos, un momento inicial en que ascendió a cincuenta mil euros y un segundo plazo hasta el 31 de diciembre de 2010 en que quedó definitivamente fijado en los cien mil euros actuales.

Al tiempo de redactar este trabajo, la propuesta de Directiva continúa su tramitación, si bien, por su contenido, y a la vista de los debates que se han producido hasta el momento, parece más cercano el objetivo de avanzar en la armonización progresiva de los sistemas de garantía de depósitos actualmente existentes que en la constitución de un auténtico sistema europeo de garantía.

Sin embargo, y al igual que en el caso de la iniciativa sobre resolución bancaria comentada en el apartado anterior, los acontecimientos vividos a propósito de la crisis chipriota han puesto de manifiesto la necesidad de progresar en la construcción de auténtico mecanismo europeo de garantía de depósitos, aplicable, al menos, a los bancos que estén comprendidos en el ámbito competencial de la supervisión directa por parte del Banco Central Europeo.

⁹ Elaborado por la Unidad de Econometría y Aplicación de Estadísticas del Centro de Investigación Conjunta de la Comisión Europea. Puede consultarse en: «ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/guarantee/2009_risk-based-report».

De nuevo, el lanzamiento del nuevo sistema de supervisión bancaria europea no conllevará el establecimiento de una auténtica «unión bancaria» si ambas piezas normativas, propuesta sobre resolución bancaria y mecanismo europeo sobre garantía de depósitos, se encuentran en vigor o existen perspectivas de que puedan estarlo a corto plazo.

Las ventajas asociadas al establecimiento de un sistema único de supervisión bancaria quedarían, en consecuencia, muy limitadas si, en última instancia, los acreedores de los bancos y, entre ellos, los depositantes, dependieran de la capacidad de las capacidades de resolución y la protección de los depósitos que pudiera proporcionarles su autoridad administrativa de resolución nacional y su propio sistema de garantía de depósitos.

En todo caso, los acontecimientos vividos a propósito de los bancos chipriotas evidencian, más que nunca, la necesidad de robustecer por todos los medios jurídicos, la protección de la que gozan los depositantes por importe inferior a los cien mil euros que se garantizan actualmente en las normas europeas y nacionales, sin que exista inseguridad alguna en este ámbito.

CONCLUSIÓN

El proyecto para crear un mecanismo de supervisión bancaria común en Europa, plasmado en dos Reglamentos aprobados en otoño del año 2013, ha comenzado a hacerse realidad, abriendo así el camino hacia una «Unión bancaria europea».

La propuesta inicial sufrió cambios desde su formulación inicial por la Comisión Europea y, en particular, se redujo el ámbito competencial del Banco Central Europeo como supervisor, que quedará limitado a unos 130-140 bancos, de acuerdo con las estimaciones de la propia Comisión.

El resto de los bancos quedarán bajo la supervisión de los distintos supervisores nacionales que también mantendrán funciones relevantes sobre los bancos sujetos a la supervisión directa del BCE, todo lo cual obligará a una estrecha cooperación entre ellos.



El reparto competencial que se ha configurado puede considerarse razonable. Atendiendo a la falta de experiencia supervisora del BCE, parece lógico que esta nueva etapa en su configuración jurídica se inicie con un número limitado de bancos y manteniendo una coordinación muy estrecha con las instituciones que han sido sus supervisores hasta el momento.

Sin embargo, la distinta estructura de los sistemas financieros nacionales provocará una situación de gran diversidad entre países que, como España, verán cómo la mayor parte de sus bancos quedarán bajo la supervisión directa del BCE el año que viene y otros, como Alemania, en que buena parte de su sistema –aunque es cierto que se tratará de entidades de un tamaño reducido– se mantendrá bajo la competencia exclusiva de su supervisor local.

En este sentido, será fundamental, para evitar que esas asimetrías puedan evitar que la Unión Bancaria Europea que pretende construirse, se fundamente en cimientos poco sólidos, un avance decidido en los procesos actualmente en curso para la armonización de la regulación financiera y las prácticas de supervisión bancaria (*single rule book*). Esa sería la mejor garantía para que el nuevo mecanismo de supervisión, aunque basado en la cooperación entre supervisores distintos, no provoque distorsiones competitivas entre las entidades.

Por ello, aunque la aprobación final de la CRD4 y el Reglamento que la acompaña, pueda considerarse una buena noticia, resulta preocupante el reconocimiento de un cierto ámbito de flexibilidad a las autoridades nacionales para

establecer requisitos adicionales, asociados a riesgos macroprudenciales específicos.

La construcción del mecanismo de supervisión bancaria, aunque finalmente pueda lograrse con éxito y en los plazos comprometidos, no bastará, sin embargo, para que pueda hablarse de una auténtica Unión Bancaria Europea y, sobre todo, para que ésta pueda producir los efectos benéficos que se le suponen, al romper el vínculo entre riesgo soberano y balances bancarios.

Concretamente, las normas actualmente en tramitación sobre resolución de crisis bancarias y garantía de depósitos, constituyen elementos fundamentales de la futura Unión Bancaria y no deberían limitarse a la armonización de los instrumentos nacionales actualmente existentes sino que deberían progresar hacia la construcción de nuevas instituciones europeas, complementarias de la nueva supervisión común.

La realidad es que en el año 2014, cuando la supervisión bancaria europea será un hecho, probablemente no existirá ni una autoridad de resolución bancaria europea ni un auténtico sistema europeo de garantía de depósitos por lo que, en rigor, no podremos hablar de una Unión Bancaria completa.

La duda, especialmente tras los acontecimientos vividos a propósitos de la crisis en Chipre, es si esa Unión Bancaria «incompleta», básicamente limitada a un mecanismo –también parcial– de supervisión bancaria común, será capaz de provocar los saludables efectos que se han señalado como objetivo al establecerlo. Es una duda importante.



LA DIRECTIVA EUROPEA DE RECUPERACIÓN Y RESOLUCIÓN BANCARIA

Mario Delgado Alfaro¹

«La crisis financiera ha costado mucho dinero a los contribuyentes. Debemos reforzar a las autoridades públicas para que puedan gestionar adecuadamente las futuras crisis bancarias. De lo contrario los ciudadanos volverán a ser los que paguen la factura, mientras que los bancos rescatados continuarán comportándose como antes, sabiendo que volverán a ser rescatados.»

Michel Barnier, Comisario Mercado Interior UE, junio 2012

1. INTRODUCCIÓN: NECESIDAD DE REGULAR LA RESOLUCIÓN BANCARIA

La actual crisis ha puesto a prueba la capacidad nacional e internacional de gestionar los problemas en el sector bancario. La virulencia y carácter sistémico de la crisis, así como la ausencia de marcos claros de resolución han llevado a que, generalmente, el tratamiento de los bancos en dificultades haya sido ad-hoc, diferente en cada país y muy intensivo en dinero público. El sistema, en la fase de bonanza, no fue capaz de desarrollar entidades cuyos cierres fueran asumibles y, en el momento de la resolución, no ha contado con instrumentos para una gestión ordenada y cuya financiación pudiera ser asumida por las propias entidades o por los esquemas de autoseguro del sector financiero.

Estas deficiencias quedaron de manifiesto enseguida y la comunidad internacional comenzó a trabajar en una serie de frentes para resolverlas. Así, en octubre de 2011 el Financial Stability Board (FSB, brazo financiero del G20) publicó las «Características Clave de los Regímenes Eficientes de

Resolución de las Entidades Financieras». En la Unión Europea (UE), en 2012, comenzó a negociarse la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria² que tiene por objeto armonizar los regímenes de resolución de los Estados Miembros conforme a estos principios del FSB.

Hay varios elementos clave que enmarcan las discusiones sobre regímenes de resolución, en general, y sobre la Directiva europea, en particular:

- La resolución es, en gran medida, un ejercicio de reparto de pérdidas de la entidad en crisis. Alguien debe asumirlas. En general hay tres opciones: 1. Accionistas y financiadores de la entidad; 2. Fondos de mutualización de riesgos financiados por el sector; y 3. Dinero público («bail-out»).
- La estabilidad financiera requiere de reglas de resolución claras, armonizadas y que resulten en una resolución ordenada y no basada en el apoyo financiero público. También es imprescindible que exista una autoridad de resolución con poderes sufi-

¹ Técnico Comercial y Economista del Estado. En la actualidad es Responsable de Coordinación Internacional del FROB.

² La Directiva se refiere también a Empresas de servicios de inversión; este artículo se centra sin embargo en las entidades bancarias.

cientes para gestionar las crisis de forma ordenada, garantizando la continuidad de las funciones esenciales.

- Los rescates públicos a la banca explican gran parte del actual círculo vicioso soberano bancario en la UE. Mientras la resolución bancaria dependa del «*bail out*» no será posible romper ese círculo y, por tanto, los costes de financiación de los bancos dependerán más del país en el que se sitúen que de la calidad de su balance.
- Por esa razón, esta Directiva está íntimamente ligada a la Unión Bancaria europea que tiene por objeto completar la integración bancaria y acabar con ese círculo vicioso. La existencia de una supervisión, resolución y Fondos de financiación únicos a nivel europeo contribuirían a aislar la situación de los soberanos de la de los bancos de su país, y viceversa.
- La gestión de una crisis bancaria podrá diferir según se trate de una crisis sistémica o de una crisis de una entidad concreta. En crisis sistémicas será más difícil eludir completamente el «*bail-out*». En esos casos, lo importante es que sea una última opción. Asimismo, si la recapitalización se realiza directamente desde los instrumentos financieros europeos eso permitirá romper el citado círculo soberano-bancario.
- La revisión de los regímenes de resolución se integra en el amplio proceso de reforma de la regulación financiera acometido tras el estallido de la crisis en pos de un sistema financiero más estable y sólido. Los mecanismos de resolución pueden ayudar mucho en ese sentido. Si los financiadores de un banco son conscientes de que pueden asumir pérdidas en caso de resolución seleccionarán con más prudencia los bancos que financien y, de esa manera, incentivarán comportamientos más prudentes por parte de los gestores que, de lo contrario, podrían ver su financiación cerrada. En definitiva, suponen un acicate para la disciplina de mercado.
- La existencia de apoyos públicos al sector financiero concede a este sector una red de

seguridad (garantía implícita) que otros sectores no tienen. Si el apoyo público deja de ser el instrumento primordial de resolución eso debería llevar a una reevaluación de los precios del pasivo de los bancos para reflejar el riesgo. Esto supondría que la facilidad o no de una entidad de financiarse dependerá de la situación de su balance. Como contrapartida se argumenta que podría redundar en un mayor coste de financiación a la economía real.

- El rescate de Chipre en marzo ha dado gran relevancia pública a los debates sobre modelos de resolución y a las distintas preclusiones entre pasivos.
- Finalmente, el hecho de que una resolución bancaria vaya a ser ordenada no debe interpretarse como que no vaya a ser difícil.

En este artículo se describe brevemente el contenido de la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria, según la propuesta original de la Comisión Europea (ya que el debate continúa abierto y, por tanto, quedan todavía decisiones clave por tomar). Para ello, en primer lugar se aborda por qué los regímenes de resolución bancaria deben ser distintos de los ordinarios de insolvencia y cuáles deben ser las características básicas de un régimen eficiente de resolución. A continuación se describe la Directiva y finalmente se pone en relación con otras iniciativas regulatorias.

2. LIQUIDACIONES Y RESOLUCIONES BANCARIAS

La presente crisis ha supuesto la quiebra de muchísimas empresas del sector real. Estas quiebras se han producido conforme a las legislaciones de insolvencia de acuerdo con las cuales el activo de las compañías se liquida y se utiliza para hacer frente a los pasivos en el orden que marque la prelación vigente. La mayor parte de acreedores sufre una quita más o menos elevada y, normalmente, los accionistas pierden toda su inversión. Si llegan a recuperar algo, lo hacen en el último lugar.



En el caso de las entidades bancarias no ha sido así, puesto que la introducción de dinero público ha permitido salvaguardar parte del pasivo. Por tanto, el punto de partida del estudio de los regímenes de resolución bancaria debe ser analizar por qué, de facto, el régimen general de insolvencia no se aplica a un banco.

La respuesta generalmente dada suele basarse en tres argumentos: 1. Protección de los depositantes (tanto en importe como en disponibilidad); 2. Estabilidad financiera y real: los bancos están tan interrelacionados con el resto de la economía, financiera y real, que su caída según el modelo general tendría un efecto arrastre negativo; 3. Continuidad de las funciones financieras críticas (como préstamos y mecanismos de pago o de custodia).

La ponderación de esos argumentos lleva a concluir que, por razones prácticas, en muchos casos es menos dañina para la economía en su conjunto la aplicación de un tratamiento especial a un banco en problemas que la liquidación en el marco del régimen de insolvencia, con sus dilaciones e incertidumbres. De hecho, el factor tiempo es de especial relevancia para el sector financiero lo cual dificulta que respecto a una entidad bancaria se pueda permitir una liquidación al uso.

Sin embargo, el hecho de que sea conveniente que el sector financiero disponga de un mecanismo específico de resolución no tiene por qué implicar que los principios generales de la insolvencia no se le apliquen puesto que éstos suponen un elemento de disciplina importante y, de relajarse, se desincentivaría la gestión prudente de las entidades. Las quiebras juegan un papel fundamental en la economía de mercado; básicamente incentivan la eficiencia en la asignación de factores, señalizando dónde son productivos y dónde no. Además suponen un elemento de alineación de intereses; todos los agentes relacionados con una empresa (accionistas, acreedores, proveedores, directivos, empleados, etc.) están interesados en evitar la quiebra porque todos perderán en caso de que ocurra. Un régimen de resolución adecuado no debe perder ese resulta-

do. Los mecanismos clave de funcionamiento de la economía de mercado no pueden ser válidos solo para la economía real. De ahí que el objetivo sea establecer un mecanismo de resolución que produzca efectos similares a los de la insolvencia en términos de asignación de pérdidas a accionistas y acreedores a la vez que se salvaguarda la estabilidad financiera y se protege a depositantes y contribuyentes. En otras palabras, la resolución debe permitir que las entidades puedan caer de forma ordenada, pero sin que esa ordenación de la resolución suponga la relajación de la disciplina de mercado.

3. CARACTERÍSTICAS DE LOS REGÍMENES EFICIENTES DE RESOLUCIÓN

En octubre de 2011 el FSB aprobó su documento de «Características clave de un régimen eficiente de Resolución» que fue posteriormente refrendado por el G20 en noviembre de 2011. Con ese refrendo todos los países del G20 se comprometían a adoptar regímenes de resolución respetuosos con esas características³.

Los regímenes eficientes de resolución tienen por objetivo minimizar la «pérdida esperada» en caso de resolución y para ello se apoyan en dos líneas de actuación, por un lado minimizar la «probabilidad de fallido de un banco» y, en segundo lugar, minimizar las «pérdidas en caso de fallido». En resumen, los principios desarrollados por el FSB establecen lo siguiente:

- Los objetivos de la resolución son la garantía de la estabilidad financiera, la continuidad de los servicios financieros críticos y la protección de los depositantes. Desde el punto de vista de la financiación, el régimen de resolución debe garantizar la

³ The Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions; http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104cc.pdf

En el caso español, la ley 9/2012, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, ya trasladó al régimen jurídico español la mayor parte de los principios acordados por el FSB.

absorción de pérdidas por parte de los accionistas y acreedores no cubiertos y no debe depender del apoyo financiero público ni explícita ni implícitamente. Asimismo, debe ser creíble y aportar certidumbre jurídica y predictibilidad. Debe también evitar una innecesaria destrucción de valor.

- Prevención. Las entidades financieras deben contar con planes de recuperación (con medidas para retornar a la viabilidad en caso de dificultades) y de resolución (previando la resolución ordenada de cada entidad o grupo).
- La resolución puede estar orientada a la estabilización de una entidad de modo que pueda continuar funcionando («*going concern*») o bien a su liquidación o desaparición ordenada («*gone concern*»).
- La resolución no debería depender necesariamente de la inyección de dinero público. Al contrario, las pérdidas afloradas en la resolución de una entidad bancaria deben ser asumidas principalmente por sus accionistas y acreedores. Para ello, en primer lugar, deberán asumir pérdidas los instrumentos de capital y, después, los acreedores «senior» no cubiertos, según el orden de prelación en insolvencia de cada país. A esa asunción de pérdidas por parte accionistas y acreedores se le llama «*bail-in*» por contraposición al término «*bail-out*» que es el utilizado cuando es el dinero público el que se usa para sanear una institución financiera. En todo caso, los acreedores deben quedar protegidos por el principio de «no peor que en liquidación» es decir, las quitas que se les impongan en resolución no pueden ser superiores a las que sufrirían en caso de liquidación.
- Asimismo, el FSB prevé que parte de la financiación de la resolución pueda realizarse a través de un Fondo de resolución financiado con contribuciones del propio sector y al que se pueda recurrir para aportar liquidez y financiación. El FSB también señala que si, por razones de estabilidad

financiera y como último recurso, es necesaria la aportación de recursos públicos a una entidad en resolución deben establecerse mecanismos para que esos importes puedan ser posteriormente recuperados de los acreedores de la institución o del sector financiero en su conjunto.

- Cada país debe contar con, por lo menos, una autoridad de resolución para ejercitar, cuando proceda, los poderes de resolución previstos.
- Cooperación transfronteriza: debe establecerse un marco de cooperación entre autoridades nacionales en las fases de preparación, intervención y resolución que incluye la creación de «grupos de gestión de crisis» para las entidades sistémicas globales (las llamadas G-SIFIs, por sus siglas en inglés).

4. LA DIRECTIVA DE RECUPERACIÓN Y RESOLUCIÓN BANCARIA

El 6 de junio de 2012 la Comisión Europea publicó una propuesta de Directiva para establecer un marco europeo de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión⁴, aplicando al caso europeo los principios citados del FSB. La Directiva se aplica a entidades de crédito y empresas de servicios de inversión en la UE, incluidas filiales cuya matriz no sea de la UE (aunque en este artículo nos centramos en la parte de resolución bancaria).

La Directiva se negocia bajo el procedimiento de codecisión, es decir, requiere la aprobación por parte del Consejo y del Parlamento Europeo. El Consejo Europeo de marzo de 2013⁵ hizo un llamamiento a la aprobación de la Directiva antes de junio de 2013, si bien este plazo ha sido ya superado. Actualmente, tanto Consejo como Parlamento Europeo han cerrado ya sus posiciones y están negociando junto con la Comisión el texto final.

⁴ http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/crisis-management/2012_eu_framework/COM_2012_280_en.pdf

⁵ http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/136159.pdf



De acuerdo a la propuesta de la Comisión, los Estados Miembros tendrán hasta el 31 de diciembre de 2014 para transponer la Directiva, y deberán aplicar lo dispuesto en ella desde el 1 de enero de 2015. No obstante, en relación con el «*bail-in*», los Estados no deberán aplicar la Directiva hasta el 1 de enero de 2018.

La propuesta surge ante la evidencia de la necesidad de articular un marco común en la UE de instrumentos de rescate y resolución de entidades bancarias, contribuyendo a prevenir la aparición de crisis y, en su caso, a afrontarlas debidamente.

Para ello, la Directiva pretende garantizar la «resolubilidad» de las instituciones financieras entendiendo por ella el lograr que sea «factible y creíble que la entidad pueda ser liquidada a través del procedimiento ordinario de insolvencia o aplicando los distintos instrumentos de resolución a la institución o grupo sin dar lugar a consecuencias adversas significativas para el conjunto del sistema financiero, incluso en circunstancias de inestabilidad sistémica, garantizando la continuidad de las funciones esenciales»⁶.

Para la gestión de la resolución cada Estado Miembro debe designar una o más Autoridades Públicas de Resolución. Puede tratarse de una autoridad diferenciada o puede ser la autoridad de supervisión en cuyo caso debe garantizarse una estructura de gobierno adecuada que evite los conflictos de interés. La autoridad de resolución debe tener independencia operativa.

Se prevé que estas Autoridades de Resolución estén investidas de amplios poderes de actuación que permitan una actuación eficiente y ejecutiva. Estos poderes incluyen la posibilidad de, en el contexto de una resolución, cambiar el equipo directivo de una entidad o, por ejemplo, realizar operaciones de transferencia a un Banco Puente sin necesidad de aprobación por parte de los accionistas.

La Directiva distingue tres fases: preventiva (de carácter previo, en situaciones de normali-

dad), de intervención temprana (cuando surgen dificultades pero resulta factible la recuperación de la entidad) y de resolución (en situaciones próximas a la quiebra).

4.1. FASE DE PREVENCIÓN

Las entidades financieras deben elaborar **planes de recuperación** con las medidas que se aplicarían para retornar a la viabilidad en caso de dificultades. Esos planes deben actualizarse una vez al año como mínimo y no pueden prever acceso a financiación pública. Los planes incluirán una serie de indicadores («*triggers*») que identifiquen los puntos a partir de los cuales deberán aplicarse. El supervisor deberá revisarlos y podrá pedir modificaciones. De no incluirse esas modificaciones podrá pedir a la institución que tome medidas proporcionales a las deficiencias detectadas (reducción del perfil de riesgo, previsión de recapitalizaciones, modificación de la estructura de financiación y modificación de la estructura de gobierno).

Por su parte, las autoridades de resolución deben diseñar **planes de resolución** de cada entidad o grupo previendo cómo se ejecutaría una resolución ordenada en caso de resultar necesaria. Obviamente se trata tan solo de un instrumento preventivo, de modo que la existencia de estos planes de resolución no es indicativo de la probabilidad de entrada en resolución de la entidad del mismo modo que, por ejemplo, la existencia de una escalera de incendios en un edificio no indica una mayor probabilidad de que éste vaya a arder.

El plan debe incluir la valoración de si, llegado el momento, sería posible resolver la entidad («análisis de resolubilidad»). Si la autoridad de resolución detecta obstáculos que dificultasen una potencial resolución podrá pedir los cambios que considere necesarios. Los planes deberán actualizarse como mínimo una vez al año.

Finalmente, se prevé la posibilidad de celebración de **acuerdos de apoyo financiero entre entidades del mismo grupo** en caso de proble-

⁶ Art. 13 de la propuesta de la Comisión.

mas de alguna de ellas. La idea es que esta financiación pueda contener la crisis y asegurar la estabilidad del grupo. Estos acuerdos solo podrán firmarse –y utilizarse– si sirven para mejorar significativamente la situación de la entidad que lo recibe, hay perspectivas razonables de que el apoyo vaya a ser devuelto y no debilitan la liquidez o solvencia de la entidad que lo concede. Estos elementos son fundamentales para que, en caso de recurso a este instrumento sirva efectivamente para limitar la expansión de la crisis y no para propagarla.

Gran parte del éxito de un modelo de resolución y en general de la regulación financiera se encuentra en esta fase. Los elementos prudenciales y supervisores son esenciales para la estabilidad financiera. Cuando se pasa esta fase y se entra en la de gestión de crisis el objetivo pasa a ser la minimización de daños.

4.2. INTERVENCIÓN TEMPRANA

Esta fase se activa antes de que sea necesaria la resolución, pero cuando ya las reservas de capital de un banco caen o pueden caer por debajo de los mínimos regulatorios. 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.

De nuevo es esencial que la intervención temprana sea efectivamente temprana para poder contener la crisis a tiempo.

4.3. FASE DE RESOLUCIÓN

La entrada en resolución se produce cuando una entidad bancaria no es viable, o es previsible que deje de serlo próximamente y no haya una alternativa privada o supervisora. Los objetivos de la

resolución fijados por 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.

Cada crisis financiera es diferente y vendrá determinada por las especificidades del sector financiero de que se trate, y por ello es necesario contar con un menú de instrumentos. La Directiva prevé los instrumentos de resolución incluidos en los principios del FSB:

- **Venta total o parcial del banco a otra entidad privada.** Este instrumento facilita la solución privada de la resolución. Una entidad tercera asume el negocio bancario (o parte de él) garantizando así la continuidad de las funciones esenciales. Podrá realizarse sin pedir consentimiento a los accionistas.
- **Banco puente.** Consiste en la creación de un nuevo banco, total o parcialmente público, al que se transfieren los activos del banco y pasivos por importe equivalente (según el orden de prelación). El banco puente permite dar continuidad a las funciones esenciales en tanto se prepara una solución definitiva. Permite la estabilización del banco, la valoración adecuada de su situación y el diseño de una estrategia de salida.
- **Segregación de activos a una Sociedad de Gestión de Activos.** Intuitivamente, la diferencia con el instrumento anterior es que, en este caso, los activos segregados son activos dañados, por lo tanto este instrumento permite el saneamiento del activo del banco en resolución. La Sociedad de Gestión de Activos sería el tradicionalmente llamado Banco Malo (aunque, normalmente, no es «banco» ya que no suele tener licencia bancaria, ni tiene porqué ser «malo» si los activos se transfieren a un precio realista).
- **Cancelación de elementos de capital** («*write down of capital instruments*»,



WDCI) y «bail-in». Consiste en la imposición de pérdidas a pasivos del banco, según el orden de prelación –primero a los elementos de capital y luego a los pasivos no subordinados–. El siguiente punto desarrolla esta cuestión.

5. FINANCIACIÓN DE LA RESOLUCIÓN

El elemento clave de la resolución es el reparto de pérdidas. En una situación típica de resolución los activos no van a ser suficientes para hacer frente a los pasivos. En ese escenario, como se ha dicho antes, alguien debe asumir las pérdidas. Hay varias opciones: 1. Accionistas, tenedores de preferentes y subordinadas y financiadores no subordinados –en ese orden–; 2. Fondos de garantía financiados por el sector (Fondos de Resolución y Fondos de Garantía de Depósitos); y 3. Dinero público («bail-out»).

A la financiación de la resolución con dinero público se le llama «bail-out» y, en contraposición, cuando son los accionistas y acreedores los que pierden, se habla de «bail-in». Si es un Fondo financiado con primas del sector el que aporta Fondos se habla de «bail-in» sectorial. De hecho, la Directiva prevé la creación de un Fondo de Resolución que contribuya a aportar liquidez y, en su caso, a absorber pérdidas en un contexto de resolución. El importe del Fondo de Resolución está en discusión.

La Directiva apuesta por un modelo sin «bail-out», como forma de evitar que la actividad financiera cuente con una garantía sectorial implícita. Por lo tanto, pretende que sean solo los dos primeros elementos citados los que estén disponibles para la absorción de pérdidas. Sobre esa base debe decidirse qué pasivos asumen «bail-in» y cuáles no y, segundo, con qué prelación.

En cuanto a los pasivos que asumen pérdidas, el enfoque adoptado por la propuesta de Directiva es el «estatutario» es decir, asumen pérdidas aquellos instrumentos para los que la Directiva determine que deben asumir pérdidas (en contraposición al enfoque «contractual» conforme al

cual asumirían pérdidas solo los instrumentos que contractualmente lo tuvieran previsto).

En general, los pasivos de un banco son: 1. Acciones; 2. Acciones o participaciones preferentes y deuda subordinada; 3. Deuda «senior» no colateralizada; 4. Depósitos interbancarios; 5. Derivados; 6. Depósitos del Banco Central Europeo; 7. Depósitos (que a su vez se dividen en cubiertos y no cubiertos por un Fondo de Garantía de Depósitos –FGD–); 8. Deuda colateralizada; 9. Pasivos frente a empleados, proveedores comerciales, impuestos y Seguridad Social.

De estos pasivos es claro que las acciones e instrumentos híbridos deben asumir pérdidas. En principio, todos los demás pasivos no subordinados también, en virtud del mencionado enfoque estatutario. También está claro que los depósitos cubiertos (hasta 100.000 €) nunca asumirían pérdidas puesto que esa cantidad está protegida por el FGD, que entraría a soportar las pérdidas en su lugar. Es decir, los depósitos cubiertos pueden ser utilizados para calcular las pérdidas que corresponden a cada acreedor, pero su parte la asumirá siempre el FGD.

Se debate si dentro de los pasivos no subordinados debe haber excepciones y si éstas deben estar tasadas o si debe haber discrecionalidad caso a caso para la autoridad de resolución nacional.

En general, se considera que ciertos pasivos no deben sufrir pérdidas ya que si fueran asumidas, el impacto en la estabilidad financiera sería mayor. Así, en principio la propuesta de la Comisión plantea excluir algunos pasivos como la deuda colateralizada (cuya suerte está vinculada a la del activo que la garantiza) y deudas frente a empleados (salvo el sueldo variable) impuestos y Seguridad Social. La Comisión propone dejar a discreción de la Autoridad de Resolución nacional la exclusión de los derivados. Para el caso de que se permitiera excluir discrecionalmente algunos pasivos el citado Fondo de Resolución podría entrar en su lugar y asumir sus pérdidas, o bien podría hacerse recaer la carga sobre el resto de acreedores (siempre con el límite de que no quedarán peor que en liquidación).

Esta cuestión está siendo objeto de intensos debates pues las implicaciones son claras: cuantos más pasivos se excluyan menos habrá disponibles para asumir «*bail-in*» y, por tanto, más riesgo habrá de «*bail out*». Lo mismo se aplica a la discrecionalidad: da flexibilidad para adaptarse al caso a caso, pero abre el riesgo de aplicaciones asimétricas entre países y, como consecuencia, de que los inversores especulen sobre en qué jurisdicciones hay más probabilidad de «*bail-in*». Por supuesto, si existiera una autoridad de resolución única en el marco de la Unión Bancaria, la discrecionalidad no daría lugar a asimetría en la aplicación de la resolución, ya que habría una sola autoridad aplicándola.

Para facilitar la resolución, la Directiva impone que exista un mínimo de fondos propios y pasivos susceptibles de asumir «*bail-in*» en caso de resolución, como porcentaje de los pasivos totales. Se ha discutido si ese mínimo debe ser igual para todas las entidades o si debe variar de una institución a otra. En principio esta segunda tesis es la que tiene más visos de prosperar para recoger mejor el modelo de negocio de cada entidad. El importe se fijará en función del tamaño del negocio, perfil de riesgo, papel del FGD, impacto de su quiebra potencial en el conjunto del sistema, etc. Ese mínimo deberá cubrirse (básicamente) con deuda «senior» con vencimiento superior a un año.

En segundo lugar, en cuanto al orden en que los pasivos asumen las pérdidas el debate es de nuevo complejo. La propuesta de la Comisión situaba en un mismo nivel la deuda «senior» y los depósitos (tanto los cubiertos como los no cubiertos) pero hay alternativas como la preferencia de depósitos cubiertos y la preferencia absoluta de depósitos.

A continuación se presenta un ejemplo numérico en el que pueden verse las implicaciones. Se supone una entidad bancaria con un activo de 110 y un pasivo de 110, de los que 10 son de capital regulatorio (acciones, preferentes y subordinadas) 10 son de deuda «senior» no colateralizada, 40 de depósitos no cubiertos y 50 de depó-

sitos cubiertos. A partir de ese balance se asume que en el activo hay unas pérdidas de 40 que fuerzan la resolución de la entidad. Por simplificar no se introduce ningún otro pasivo. El ejemplo analiza qué impacto tienen los distintos órdenes de prelación en las pérdidas que asume cada pasivo.

En el primer escenario la deuda «senior» y los depósitos (tanto cubiertos como no cubiertos) asumen las pérdidas «*pari passu*». En el segundo, los depósitos cubiertos tienen preferencia, quedando la deuda «senior» al mismo nivel que los depósitos no cubiertos (esto equivale a decir que el FGD tiene preferencia ya que, como se ha dicho, éste asume las pérdidas que correspondrían a los depósitos cubiertos). Finalmente en el tercer escenario se supone preferencia absoluta de depósitos (cubiertos y no cubiertos) lo cual deja solo a la deuda «senior» en el segundo nivel de absorción de pérdidas.

Además, en cada escenario se presentan dos posibilidades. La primera es que los depósitos no cubiertos asuman las pérdidas directamente; la segunda es que el Fondo de Resolución asuma sus pérdidas (igual que el FGD asume las de los depósitos cubiertos). Se introduce esta segunda posibilidad por la alta sensibilidad de que los depósitos, incluso los no cubiertos, asuman pérdidas.

La figura 1 desarrolla el ejemplo. En la primera columna se presenta el pasivo del banco. En la segunda se presenta el «*haircut*» que asume cada pasivo, en porcentaje y en valor absoluto, así como el saldo resultante de ese pasivo tras el «*haircut*». La tercera resume dónde recae la absorción de pérdidas y al final se agrupa cuánto es asumido por accionistas y acreedores frente a cuánto es asumido por el FGD (o por el FGD y el Fondo de Resolución en caso de que éste asuma las pérdidas de los depositantes no cubiertos).

Hay que señalar que, obviamente, los resultados dependen de los números planteados. Asimismo, se asume que el orden de prelación de pasivos en liquidación es el mismo que el fijado para resolución.



FIGURA 1. ESQUEMAS DE PRELACIÓN DE PASIVOS Y ABSORCIÓN DE PÉRDIDAS

1 Depósitos pari passu con deuda senior		
Pasivo del banco		
1	Capital (T1 y T2)	10
2	Deuda senior no cubierta	10
	Depósitos NO cubiertos	40
	Depósitos cubiertos (FGD)	50
		110

Pérdidas = 40		
Haircut:		Saldo restante
100%	-10	0
	-3	7
30/100=30%	-12	28
	-15	50 *
TOTAL	-40	85

* El FGD aporta los 15 que correspondería a los depósitos cubiertos

Resumen absorción de pérdidas	
Capital (WDCI)	10
Bail in	15
<i>deuda senior</i>	3
<i>depósitos no cubiertos</i>	12
FGD	15

1a.	TOTAL WDCI + bail-in	25
	TOTAL FGD	15
1b.	Si FR sustituye a depósitos no cubiertos	
	TOTAL WDCI + bail-in	13
	TOTAL FGD + FR	27

2 Preferencia de depósitos cubiertos		
Pasivo del banco		
1	Capital (T1 y T2)	10
2	Deuda senior no cubierta	10
	Depósitos NO cubiertos	40
3	Depósitos cubiertos (FGD)	50
		110

Pérdidas = 40		
Haircut		Saldo restante
100%	-10	0
	-6	4
30/50=60%	-24	16
0%	0	50
TOTAL	-40	70

Resumen absorción de pérdidas	
Capital (WDCI)	10
Bail in	30
<i>deuda senior</i>	6
<i>depósitos no cubiertos</i>	24
FGD	0

2a.	TOTAL WDCI + bail-in	40
	TOTAL FGD	0
2b.	Si FR sustituye a depósitos no cubiertos	
	TOTAL WDCI + bail-in	16
	TOTAL FGD + FR	24

3 Preferencia absoluta de depósitos		
Pasivo del banco		
1	Capital (T1 y T2)	10
2	Deuda senior no cubierta	10
3	Depósitos NO cubiertos	40
	Depósitos cubiertos (FGD)	50
		110

Pérdidas = 40		
Haircut:		Saldo restante
100%	-10	0
100%	-10	0
	-8,9	31,1
20/90=22%	-11,1	50 *
TOTAL	-40	81,1

* el FGD aporta los 11,1 que correspondería a los depósitos cubiertos

Resumen absorción de pérdidas	
Capital (WDCI)	10
Bail in	18,9
<i>deuda senior</i>	10
<i>depósitos no cubiertos</i>	8,9
FGD	11,1

3a.	TOTAL WDCI + bail-in	28,9
	TOTAL FGD	11,1
3b.	Si FR sustituye a depósitos no cubiertos	
	TOTAL WDCI + bail-in	20
	TOTAL FGD + FR	20

Algunas ideas que pueden extraerse de este ejemplo son:

- El escenario en que más pérdidas son asumidas directamente por accionistas y acreedores es el de preferencia de los depósitos cubiertos, en el caso de que los depósitos no cubiertos asuman pérdidas directamente. Sin embargo, si se supone que los depó-

sitos no cubiertos no van asumir pérdidas directamente sino que el Fondo de Resolución las asumirá en su lugar, el escenario en que más pérdidas recaen sobre acreedores y accionistas es el de preferencia absoluta de depósitos.

- Cuantos más elementos se sitúan al mismo nivel («*pari passu*») más se diluye la quita que cada uno de ellos sufre.

- Papel de los depósitos. Los depósitos son un pasivo especialmente delicado. Son la base del negocio bancario, pues constituyen su fuente de financiación más tradicional, y además se asocian muy directamente al ahorro minorista. Por eso, existe un importe mínimo (en Europa 100.000 €) garantizado de cualquier contingencia a través de los FGD. Como se ha dicho, y se ve en el ejemplo, los depósitos cubiertos nunca sufren pérdidas directamente porque el FGD las asume en su lugar. Pero incluso los depósitos no cubiertos mantienen esas peculiaridades señaladas; suelen corresponder a PYMES o empresas de mayor tamaño y en caso de sufrir «*bail-in*» se produciría un contagio directo al sector real. Asimismo, son pasivos fácilmente movilizables porque la percepción de riesgo de quita normalmente producirá huidas de depósitos hacia la calidad. En caso de que se les excluyera del «*bail-in*», los ya citados Fondos de Resolución podrían asumir las quitas que les correspondieran. La consecuencia de estas consideraciones es que la inclusión o no de los depósitos no cubiertos en el «*bail-in*», así como el orden de prelación en que se les sitúe debe valorarse con extraordinaria prudencia ya que es un pasivo directamente relacionado con la estabilidad financiera y social. En todo caso, cualquiera que sea el régimen debe ser público y conocido.
 - Impacto sobre la deuda «senior». El hecho de que la deuda «senior» sea objeto de «*bail-in*» obliga a los inversores a analizar con atención la calidad del balance del banco donde invierten. Así, el riesgo de «*bail-in*» deberá incluirse en el precio de la deuda «senior» (si bien las entidades sanas no deberían tener por qué verse penalizadas). En función del orden de prelación fijado, las quitas a la deuda «senior» en caso de resolución serán mayores o menores y por tanto el impacto en su precio también variará. Se ha discutido mucho acerca de si este riesgo de «*bail-in*» a la deuda «senior» es positivo o negativo. Como se ha explicado hay muchas consecuencias positivas (incentivo a una buena gestión, utilidad de los costes de financiación como señal de mercado sobre la calidad de los balances, etc.). En sentido contrario se señala que un encarecimiento excesivo de la deuda «senior» se transmitirá inmediatamente al lado del activo y, por tanto, a la financiación a la economía real. Los partidarios de esta tesis defienden por tanto la situación de la deuda «senior» al mismo nivel que los depósitos y la mutualización de las pérdidas a los Fondos financiados por el sector.
 - Hay que tener presente que cuanto más descansa el modelo en la financiación de los Fondos de resolución, más riesgo hay de tener que recurrir a la financiación pública puesto que estos Fondos pueden resultar insuficientes, especialmente en casos de crisis sistémicas. Si el Estado se viera obligado a aportar financiación en esos casos, en puridad debería poder ser capaz de recuperarla con aportaciones futuras de los bancos al Fondo de resolución pero lo cierto es que, cuanto mayor sea la contribución pública, más difícil será la recuperación. Si esto es así, de nuevo se vuelve al círculo vicioso soberano-bancario. No obstante, como se insistirá luego, en el marco de una Unión Bancaria con un Fondo de Resolución Único sí es creíble que éste pueda ser suficiente para aportar su parte de la financiación de la resolución sin necesidad de llegar al «*bail-out*».
 - Todos estos elementos están entrelazados de forma que no es posible analizarlos aisladamente. Es necesaria una visión de conjunto de todos ellos para valorar la validez del modelo de resolución. Lo que resulta fundamental, es que la combinación de elementos resulte en una resolución acorde a los objetivos fijados.
- Finalmente, otro elemento del «*bail-in*» es la posibilidad de conversión de deuda «senior» en



acciones. Es decir, una vez aplicado el «*haircut*» si es necesario recapitalizar la institución puede procederse a transformar la deuda «senior» remanente (o parte) en acciones. En este caso no hay pérdida de valor (a expensas de la evolución futura del valor de la acción) sino solo cambio en la naturaleza del instrumento.

6. RESOLUCIÓN TRANSFRONTERIZA

La gestión de una resolución bancaria (y el consiguiente reparto de pérdidas) resulta todavía más complicada cuando entra en juego la dimensión transfronteriza de la entidad. Para entidades con presencia multijurisdiccional es imprescindible contar con marcos de resolución previsibles y con una coordinación entre autoridades adecuada.

En general se distinguen dos tipos de estrategia en la gestión de resoluciones transfronterizas:

- **Punto de entrada único («*single point of entry*», SPE).** La resolución de una entidad transnacional se realizaría siempre a través de la matriz con independencia de dónde se localizaran las pérdidas. La matriz absorbe las pérdidas. Los activos y las operaciones de las filiales se conservan sobre la base de continuidad de negocio, evitando la necesidad de aplicar la resolución a un nivel inferior en el grupo. La resolución la lidera la Autoridad de Resolución del país donde se sitúa la matriz.
- **Punto de entrada múltiple («*Multiple point of entry*», MPE).** La resolución se realiza en el nivel en el que se sitúen las pérdidas sin que la matriz tenga que hacerse cargo necesariamente de las pérdidas de filiales. En este caso, la resolución se realiza por la Autoridad de Resolución del país donde se sitúe la entidad con problemas, de forma coordinada con el resto de autoridades de resolución donde el grupo esté implantado.

La estrategia óptima dependerá del modelo de expansión internacional de cada entidad. En modelos de expansión con alta dependencia financiera (y también tecnológica y operativa) de

las filiales respecto de la matriz puede tener sentido el SPE, mientras que en modelos de expansión a través de filiales con alta autonomía, el MPE puede ser más adecuado. Lo que es importante es que ambas opciones sean posibles. El plan de resolución de un grupo debe especificar el modelo de resolución aplicable.

Para las entidades transnacionales, la Directiva prevé la constitución de colegios de resolución cuya labor será intercambiar información, elaborar planes de resolución, valorar la resolubilidad de los grupos, coordinar la comunicación y decidir sobre el uso de acuerdos de financiación.

En el marco de la resolución transnacional, está discutiéndose cuál debe ser el equilibrio de poderes entre la autoridad «*Host*» (la del país donde hay una sucursal o filial bancaria) y las autoridades «*Home*» (país donde está la matriz).

La Directiva da también un papel importante a la Autoridad Bancaria Europea (EBA, según sus siglas en inglés) en el desarrollo de estándares técnicos y en la posibilidad de ofrecer mediación ente distintas autoridades. En algunos casos esa mediación podrá ser vinculante.

7. POSICIÓN DEL CONSEJO EUROPEO SOBRE LA DIRECTIVA

El 27 de junio el ECOFIN acordó su posición sobre la Directiva con miras a su negociación con el Parlamento Europeo y la Comisión. Lo más destacable de esa posición es lo siguiente.

En cuanto a la **prelación de pasivos** para la absorción de pérdidas, se concede una gran protección a los depósitos. En primer lugar, como era claro, los depósitos de menos de 100.000 euros no absorberán pérdidas porque en su lugar las asumirá el FGD. Además, al FGD se le otorga «super-preferencia» y se da una especial protección a los depósitos de PYMES y personas físicas. En concreto, el orden es:

1. Instrumentos de capital y deuda junior, en orden de subordinación.
2. Deuda senior *pari passu* con los depósitos de grandes empresas (parte no cubierta).



3. Depósitos de PYMEs y personas físicas (parte no cubierta) *pari passu* con los préstamos del BEI.
4. Depósitos cubiertos (FGD).

Asimismo, se permite una cierta flexibilidad a la autoridad de resolución que, caso a caso, podrá excluir discrecionalmente pasivos del *bail in* si resulta estrictamente necesario para la continuidad de funciones críticas o para la estabilidad financiera (la Comisión Europea deberá valorar que se cumplen esas condiciones). En esos casos, el Fondo de Resolución podrá sustituir a los pasivos excluidos si:

- Ha habido un *bail in* previo de un mínimo de un 8% del total de pasivos.
- La contribución del Fondo de Resolución no excede del 5% del total de pasivos de la entidad ni de la dotación del Fondo más las contribuciones de los 3 años siguientes.

Por otro lado, en circunstancias extraordinarias pueden buscarse fuentes alternativas de financiación (se entiende que ésta es una referencia implícita a la participación del Mecanismo Europeo de Estabilidad, MEDE) siempre que:

- Se haya aplicado *bail-in* al 8% citado más el 5% posterior.
- Se haya aplicado *bail-in* total a capital, deuda junior y deuda senior no cubierta. Es decir, esas «fuentes alternativas» solo podrían entrar para excluir depósitos.

Finalmente, el nivel del Fondo de Resolución se ha fijado en el 0,8% de los depósitos cubiertos.

En todo caso, el texto final de la Directiva será el que resulte de la interacción entre el Consejo, el Parlamento y la Comisión Europea.

8. UNIÓN BANCARIA Y OTRAS INICIATIVAS REGULATORIAS

La Directiva de resolución engarza directamente con el resto de iniciativas de reforma regulatoria del sector financiero.

En concreto, está íntimamente relacionada con el proyecto de Unión Bancaria. Esta Unión tiene cuatro pilares: (i) «*single rule book*» o misma regulación financiera para el conjunto de países, (ii) un mecanismo de supervisión única, (iii) un mecanismo de resolución única que incluye la creación de una Autoridad de Resolución europea y de un Fondo de Resolución a escala europea para la intervención en crisis de entidades y (iv) el establecimiento de un FGD.

El progreso hacia la Unión Bancaria es esencial para lograr los objetivos de la Directiva de ruptura del círculo vicioso soberano/bancario. Con un Fondo de Resolución mutualizado a nivel europeo será mucho más fácil lograr resultados como los que ocurren en EEUU donde crisis bancarias concentradas en un Estado no implican la quiebra de ese Estado, y viceversa. La existencia de un Fondo de resolución único a nivel europeo podrá permitir que éste tenga un tamaño suficiente para que resulte creíble su capacidad de hacer frente a la financiación necesaria de la resolución. Por otro lado, no puede haber una supervisión única que no vaya acompañada de una resolución con idéntico ámbito de cobertura.

Asimismo, está en fase de negociación la posibilidad de que el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) pueda recapitalizar directamente entidades financieras, en lugar de prestar a un país para que sea éste el que recapitalice las instituciones en problemas. Ya se ha dicho que el modelo al que aspira la Directiva es un modelo sin «*bail-out*» por lo que, en puridad, podría pensarse que esta función del MEDE ya no sería necesaria. Sin embargo, la necesidad de dinero público en algún momento, incluso tras aplicar todos los instrumentos señalados, no puede descartarse a priori. Especialmente, en el contexto de crisis sistémicas como la actual, es posible que la inyección de dinero público sea más eficiente que el resto de alternativas. Por eso, es importante contar con un «respaldo fiscal de última instancia» (*backstop*). Para esos casos es importante que esta dimensión del MEDE se concrete a la mayor brevedad pues es la que culminaría el cierre del vínculo soberano/bancario.



Desde el punto de vista prudencial la Directiva de Resolución está obviamente relacionada con el aumento de los requerimientos de capital a través de Basilea III y su aplicación a Europa mediante las denominadas CRD IV y la CRR IV. También está ligada a las propuestas acerca de estructura bancaria y separación de actividades minoristas y de inversión para limitar el riesgo al que se exponen los depósitos, como las realizadas por el llamado Grupo Liikanen⁷.

9. CONCLUSIONES

- La Directiva de resolución es un elemento clave en la creación de un sector financiero europeo más sólido y estable; más aún si se pone en relación con el conjunto de medidas regulatorias adoptadas en los últimos años o todavía en discusión y, muy especialmente, con la Unión Bancaria.
- El paso hacia una mayor responsabilidad de la propia entidad bancaria y asunción de pérdidas por accionistas y financiadores en general («*bail-in*») es sano y refuerza la disciplina de mercado.
- El mecanismo de resolución debe ser adecuado en el momento de su diseño y aplicable en el momento de la ejecución. En ese sentido debe tenerse presente que los pasivos de los bancos son dinámicos y pueden variar rápidamente (salidas de pasivos, cambios en la naturaleza, arbitrajes regulatorios, etc.).
- Las crisis sistémicas seguirán planteando retos significativos de gestión y, en esos casos –que deberían ser excepcionales– no cabe descartar la necesidad de dinero público.
- En esos casos, la aportación de dinero público a un banco supone la protección de los titulares de determinados pasivos que, como consecuencia de esa intervención, dejan de asumir pérdidas. Se hace así por entender que hay pasivos que es conveniente que reciban esa protección. Es decir, el rescate público de un banco equivale al rescate de los titulares de los pasivos que dejan de asumir pérdidas. Lo que no debería suponer el rescate público es el rescate del equipo gestor que, en términos generales, será reemplazado. Asimismo la resolución implicará el estudio de las causas que la han motivado y, en su caso, de las posibles responsabilidades.
- Muchas de las complejidades y dificultades para cerrar el modelo de resolución quedarán superadas cuando haya una Unión Bancaria completa. La existencia de una autoridad única, con criterios uniformes, y de un Fondo de resolución único (con la red de seguridad del MEDE) amplificará los efectos positivos de la Directiva de Resolución. Por lo tanto, el avance hacia la Unión Bancaria sigue siendo prioritario para romper definitivamente el vínculo soberano/bancario.
- Finalmente, las medidas preventivas son esenciales (fortalecimiento de capital, control de endeudamiento, prudencia en la actividad de préstamo, supervisión, análisis de resolubilidad) para reducir la probabilidad de crisis. Si los niveles de capital exigidos por la CRD IV y la Unión Bancaria completa hubieran estado en vigor al comienzo de la crisis los contribuyentes europeos se habrían ahorrado una gran cantidad de los recursos utilizados en el rescate al sector bancario.

⁷ http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf



ELEMENTOS BÁSICOS EN EL DISEÑO DEL «BANCO MALO» EN ESPAÑA

Antonio Carrascosa¹

1. INTRODUCCIÓN

En muchas crisis bancarias se ha utilizado la figura de la Sociedad de Gestión de Activos (SGA) o «banco malo» para sanear los balances bancarios, convirtiendo los activos improductivos en activos rentables y líquidos.

En España se intentó introducir este instrumento en el Real Decreto-Ley 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero, a través de un modelo descentralizado (aunque no se impedía la constitución de una sociedad de gestión conjunta para varias entidades, la consecuencia lógica del texto legal era la constitución de una sociedad para cada banco). Este modelo no fue el catalizador de un mayor saneamiento bancario al haberse aprobado en unos momentos de estrés financiero en España, lo que impidió captar la financiación adicional que resulta necesaria para que sea totalmente operativa una SGA (o varias). Esta financiación debe cubrir las pérdidas que pueden cristalizar en los bancos cedentes de los activos y permite a la SGA adquirir los activos a dichos bancos.

Este problema de financiación se resuelve en julio de 2012 con la firma del Memorando de Entendimiento (MoU) con las autoridades europeas.

¹ Técnico Comercial y Economista del Estado. En la actualidad es Director General del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB).

En este artículo vamos a resumir las principales alternativas que se debatieron en el diseño de la SGA en España. La configuración final de dicha SGA, la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB), puede consultarse en el capítulo VI de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, así como en el Real Decreto 1559/2012, de 15 de noviembre, por el que se establece el régimen jurídico de las sociedades de gestión de activos.

2. LA SGA Y EL MOU

Un elemento clave de la estrategia de reestructuración bancaria incluido en el mencionado MoU es la segregación de activos problemáticos de los bancos que hayan recibido ayuda pública y su transferencia a una SGA. Esto es lógico, ya que:

- El MoU busca recuperar la confianza en el sistema financiero español. La desconfianza mostrada por instituciones internacionales, inversores y analistas con respecto a nuestro sistema financiero se explicaba, en buena parte, por las dudas existentes sobre la calidad de los activos bancarios y el reconocimiento de su degradación, reflejada por el nivel de provisiones.
- Otra finalidad de la reestructuración bancaria es el restablecimiento de la función de intermediación financiera de los ban-

cos, lo que requiere unos balances bancarios con una reducción drástica de activos improductivos, especialmente los ligados al sector de promoción inmobiliaria.

Ambos objetivos debían reflejarse en la reapertura del mercado interbancario y de capitales y un relajamiento de los márgenes exigidos.

El MoU también contiene algunas referencias que han sido de utilidad en el diseño de la SGA: los bancos que deben transferir activos problemáticos son los que reciban ayuda pública; la SGA debe ser «externa» a los bancos cedentes e independiente; los activos que deben ser transferidos incluyen los préstamos ligados a la promoción inmobiliaria y los activos adjudicados, aunque podrían transferirse otras carteras de activos fuertemente deteriorados; la transferencia debe realizarse al valor económico real (largo plazo) de los activos, que deberá basarse en las valoraciones incluidas en el ejercicio «*bottom-up*» realizado el verano de 2012 por Oliver Wyman; las pérdidas que sufran las entidades cedentes deben cristalizarse en el momento de la transferencia; y los bancos cedentes recibirán, a cambio de los activos, bonos con la garantía del Estado y descontables en el Banco Central Europeo (BCE).

Asimismo, el MoU fija los plazos de la transferencia de activos: para las entidades del grupo 1, final de diciembre de 2012, siendo más flexible el plazo para las entidades del grupo 2 (el traspaso se ha realizado a finales de febrero de 2013).

3. PERÍMETRO DE LA SGA

3.1. ENTIDADES CEDENTES

Como se ha señalado anteriormente, el MoU establece que las entidades cedentes deben ser las que hayan recibido ayuda pública. Durante las discusiones para el diseño de la SGA se planteó la posibilidad de transferencia voluntaria de activos problemáticos por parte de las entidades del grupo 0 (es decir, aquellas sin necesidades de

capital en el escenario adverso de Oliver Wyman), pero se concluyó que no podía aceptarse dicha transferencia. La razón para ello es la consideración de que la transferencia de activos a la SGA contiene siempre cierto elemento de ayuda pública, pudiendo, eso sí, discutirse su mayor o menor nivel cuantitativo de ayuda (este criterio es discutible cuando la transferencia de activos se produce a un precio muy bajo, que puede estar incluso por debajo del precio de mercado).

Por otro lado, se concluyó que las entidades que habían recibido ayuda del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) en forma de suscripción de participaciones preferentes convertibles (el denominado FROB 1) y que no recibieran ayuda pública adicional para su recapitalización, no entraban en la categoría de entidades que tenían que transferir sus activos a la SGA. Tampoco entraban las entidades que se hubieran beneficiado de ayudas en un proceso competitivo de venta de una entidad controlada por el FROB.

3.2. ACTIVOS TRANSFERIDOS

3.2.1. PRÉSTAMOS Y ACTIVOS ADJUDICADOS

Aunque el MoU incluye la posibilidad de transferir activos fuertemente deteriorados no ligados a la promoción inmobiliaria, pronto el debate se centró en los préstamos a promotores inmobiliarios y en los activos inmobiliarios adjudicados en pago de deudas.

Dentro de la categoría de préstamos, había dos alternativas: transferir sólo los dañados (en mora subjetiva u objetiva) o transferir todos los préstamos ligados a la promoción inmobiliaria, aunque estuvieran al corriente de pago.

La transferencia de toda la exposición al riesgo promotor presentaba ventajas:

- Se reducían claramente las dudas sobre la calidad de los balances de estas entidades,



ya que se consideraba que la burbuja inmobiliaria explicaba buena parte de los problemas bancarios de nuestro país. Las propias autoridades económicas mostraron sus dudas sobre dicha calidad al exigir una provisión genérica del 7 % para los préstamos ligados a la promoción inmobiliaria clasificados como normales en el Real Decreto-Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero. Esta provisión fue ampliada a una media del 30 %, en el Real Decreto-ley 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero.

- Se evitaban futuras transferencias de activos problemáticos, dada la elevada probabilidad de impago, incluso en el escenario base del ejercicio de estrés realizado por Oliver Wyman, asignada a esas carteras durante el período 2012-2014.
- Mejoraba la financiación y la liquidez de estas entidades al convertir activos improductivos en activos líquidos (bonos emitidos por la SGA con la garantía del Estado y descontables en el BCE).
- Se evitaba el «*cherry picking*» de activos. Asimismo, se facilitaba la transferencia de toda la exposición de un promotor, estuviera en mora o clasificada como normal.
- Se hacía posible la transferencia de recursos de la recuperación de deudas a la gestión de nuevas operaciones bancarias.
- La SGA se podría convertir en un vehículo más líquido al ser estos activos «*performing*» más líquidos. Asimismo, permitiría a la SGA disponer de activos de mejor calidad crediticia, facilitando así su posible empaquetamiento con activos más deteriorados de cara a la venta en bloques.

La transferencia de los préstamos normales también tenía algún inconveniente:

- El reconocimiento del daño latente en las carteras de préstamos normales podía

afectar negativamente a todo el sector y no sólo a las entidades con ayudas públicas.

- Se aumentaba sustancialmente el tamaño de la SGA, aumentando su nivel de deuda y, por tanto, encareciendo su financiación.
- Las entidades podían perder buenos clientes que estaban al corriente de pago. No obstante, a las entidades en resolución o en reestructuración con ayuda pública más elevada se les ha limitado su actividad inmobiliaria.
- Esta transferencia podía ocasionar quebrantos a las entidades cedentes si se producía a un precio menor del valor en libros. Este quebranto podría mitigarse dado el nivel de provisiones asociados a dichos activos.

Finalmente, se decidió transferir todo el riesgo promotor. Para mejorar la gestión de la SGA, evitando la concentración de recursos en muchos activos de escaso valor unitario, se decidió no transferir los préstamos inmobiliarios por debajo de un valor unitario de 250.000 euros (este importe se refiere a todas las posiciones deudoras de un cliente) y los inmuebles adjudicados por debajo de 100.000 euros.

3.2.2. SOCIEDADES INMOBILIARIAS

En general, parece claro que las exposiciones inmobiliarias a través de una participación mayoritaria en una sociedad deben transferirse a la SGA. No obstante, la realidad de muchas de estas sociedades es compleja, con posibles contingencias legales y laborales, así como con problemas de valoración, por lo que se decidió realizar un análisis detallado de cada una de esas sociedades antes de decidir sobre su transferencia.

Fuera del ámbito de una posible transferencia quedaban las participaciones minoritarias en sociedades inmobiliarias, algunas de ellas con elevada proporción de financiación por el banco cedente. Buena parte de ese riesgo inmobiliario ha acabado transfiriéndose por la vía del crédito promotor concedido.

3.2.3. OTROS ACTIVOS FUERTEMENTE DETERIORADOS

En el MoU se incluye una referencia a la posible transferencia, con carácter excepcional, de otros activos con claros signos de deterioro. Esta transferencia podría facilitar, por ejemplo, la venta de alguna entidad participada mayoritariamente por el FROB (este mecanismo es una alternativa a los esquemas de protección de activos concedidos en muchos procesos de venta de entidades). Aunque esta previsión del MoU, que también se incluye en la regulación mencionada de la SGA, no ha sido desarrollada, es claro que para identificar ese deterioro hay que tener como referencia la media sectorial de ese deterioro y hay que establecer el porcentaje adicional de ese deterioro singular para que sean considerados los activos (carteras o subcarteras) como susceptibles de ser transferidos a la SGA.

Dentro de las carteras de activos, las de financiación a pequeñas y medianas empresas podrían haber encajado mejor en la mencionada transferencia, aunque la financiación destinada a circulante habría complicado mucho la gestión tanto de la SGA (al ser un número de operaciones muy elevado, de escaso importe individual y con vencimientos a corto plazo) como la de los clientes. Las carteras de hipotecas minoristas habrían encajado peor, ya que requieren una relación más estrecha entre clientes y entidad financiera. Tampoco habrían encajado créditos con garantías de activos no inmobiliarios, ya que la gestión de estas garantías, en muchos casos de escaso valor económico, requiere una dedicación excesiva de recursos.

En general, la posición predominante de las autoridades internacionales fue la de considerar un límite no muy elevado al tamaño de la SGA (90.000 millones de euros) y la de no transferir otros activos diferentes de los ya transferidos en diciembre de 2012 y febrero de 2013.

4. PRECIOS DE TRANSFERENCIA

En la constitución de todas las SGA es clave el tema del precio de transferencia de los activos

problemáticos. Aunque la Comisión Europea tiene acuñado un concepto de precio ligado a un valor económico a largo plazo de los activos, pronto quedó claro que el mercado no iba a aceptar precios por encima de los que se consideran que reflejan el deterioro real de su valor. Sin llegar a un concepto de precio de liquidación, los valores de transferencia fueron acercándose a unos niveles relativamente bajos.

Más concretamente, el valor de transferencia, en el caso de los préstamos, partió de la pérdida esperada de dichos instrumentos en el escenario base de Oliver Wyman, añadiéndosele un recorte adicional del 14 %. En el caso de inmuebles, el valor de transferencia partió del valor en libros de dichos activos a 31 de diciembre de 2011. A dicho valor se le aplicaron varios recortes, en función, de la fecha de la última tasación de los inmuebles, del trabajo de valoración realizado por varias tasadoras en el marco del ejercicio «*bottom-up*» de Oliver Wyman, de los resultados de las ventas de inmuebles por las entidades cedentes y de la hipótesis de caída de precios inmobiliario contenido en el mencionado ejercicio de Oliver Wyman. Al valor final se le aplicó un recorte adicional lineal del 7 %.

Hay que señalar la granularidad de los precios de transferencia, es decir que no todos los activos se valoraron igual, sino que se consideró su clasificación contable, situación geográfica y tipología de los colaterales y/o activos.

La racionalidad de unos precios de transferencia relativamente bajos era clara. En una coyuntura inmobiliaria como la actual, en la que predominan las expectativas bajistas sobre los precios, al menos hasta 2014, la SGA tenía que adquirir los activos con un «colchón» que le permitieran absorber bajadas adicionales de los precios de mercado de los inmuebles. También permitía tener en cuenta los costes asociados a la gestión de los activos (costes de financiación, de gestión, legales, de mantenimiento, etc.) que son conceptos que van más allá de su pura valoración de mercado y que en el ejercicio de Oliver Wyman se consideraban a la hora de calcular la capacidad de absorción de pérdidas.



Una argumentación similar se aplicó a los créditos ligados al sector de promoción inmobiliaria. Si no se hubiera hecho así, las pérdidas de la SGA podrían haber reducido progresivamente sus recursos propios, pudiendo ser necesaria una recapitalización del vehículo. Claramente, era mejor más capital hoy que más capital mañana.

Una consecuencia de estos precios de transferencia reducidos fue la aparición de minusvalías de dichos activos, lo que provocó pérdidas en una entidad si esa minusvalía era superior a las provisiones que tuviera dotadas la entidad sobre esos activos. Esto supuso la recapitalización de la entidad por el FROB.

En otra coyuntura podría haberse optado por unos precios de transferencia menos conservadores, lo que habría supuesto un menor impacto en el mercado inmobiliario y en los bancos sin ayuda pública. Asimismo, habría reducido el reconocimiento de pérdidas en los bancos cedentes y, en general, habría hecho más consistente la transferencia de activos problemáticos con el ejercicio de estrés realizado por Oliver Wyman, ya que unos precios de transferencia muy agresivos alejan a las entidades cedentes del escenario base del ejercicio de estrés y las acercan al escenario adverso (éste es el que determina las necesidades de capital en el test de estrés, pero suponiendo una capitalización del 6 %, cuando en realidad se exige el 9 %).

5. UNA SGA PRIVADA

Dada la posición de debilidad de la economía española a mediados del año 2012, todas las autoridades, nacionales e internacionales, coincidieron en la necesidad de que el accionariado de la SGA fuera mayoritariamente privado y, así, no consolidar la deuda del vehículo con la del Estado. Para cumplir dicho objetivo deben cumplirse, además, otros requisitos:

- El plan de negocio de la SGA debe ser viable a largo plazo, es decir, la entidad debe contar con capital suficiente para absorber pérdidas incluso en una situación adversa.

- La SGA debe tener autonomía en la toma de decisiones y, así, no será considerada un vehículo de rescate con el respaldo implícito de la Administración Pública.
- La vida de la entidad debe ser limitada.
- La transferencia de los activos debe realizarse a valor razonable o de mercado, según valoraciones de expertos independientes.
- Su objeto debe ser la gestión de los activos problemáticos de las entidades derivados de la crisis financiera actual.

Esta decisión no deja de ser discutible. De hecho, el proyecto de Directiva sobre resolución bancaria establece que las SGA deben ser públicas. En principio, un vehículo público permite que el sector público se beneficie del «*upside*» de los activos, lo que se justifica no sólo por el capital suscrito, sino por la garantía estatal aportada a los bonos emitidos por la SGA. Asimismo, una SGA pública puede funcionar más flexiblemente al no estar constreñido por la cuenta de resultados, aunque eso tiende a reducir la intensidad del proceso de liquidación de activos problemáticos. Esa es precisamente la ventaja de un vehículo privado: la presión del mercado para ejecutar transacciones a corto y medio plazo, lo que facilita el ajuste del sector inmobiliario y de la financiación a dicho sector. Por otro lado, un vehículo privado favorece la contratación de equipos gestores con experiencia en gestión y liquidación de activos problemáticos.

6. LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA SGA

Un vehículo de estas características debe tener un volumen de recursos propios suficiente para absorber potenciales pérdidas. Con respecto a la SGA española, no resultaba de aplicación la regulación bancaria de solvencia al haberse decidido rápidamente que el vehículo no debía tener licencia bancaria. En principio, se consideró adecuado que los recursos propios (siendo un 25 % del total el capital más un 75 % de deuda subor-



dinada convertible) representarían un 8 % de los activos totales transferidos. Un porcentaje mayor habría protegido más a la SGA, pero habría socavado su rentabilidad, habría dificultado la entrada de inversores privados en su accionariado y habría restado credibilidad a los precios de transferencia acordados.

El resto de la financiación del vehículo era deuda senior avalada por el Estado. La SGA adquiere los activos problemáticos y, a cambio, entrega esa deuda, que puede ser utilizada como colateral en operaciones de política monetaria del BCE. De esta forma, las entidades cedentes logran sustituir de sus balances los activos improductivos por liquidez. La rentabilidad de estos bonos, en la emisión inicial, estaba referenciada al Euribor más el «*spread*» soberano a 1, 2 y 3 años.

Desde el primer momento, se decidió que las entidades cedentes no podían participar en el capital de la SGA, ya que, de hacerlo, podría haberse considerado que éstas seguían participando del riesgo de los activos transferidos y, por tanto, no haber desconsolidado estos activos de sus balances. Asimismo, esta participación, en el caso de las entidades controladas por el FROB, habría dificultado la consideración por Eurostat de la SGA como vehículo privado.

7. OTRAS CUESTIONES

7.1. UNA ÚNICA SGA

Una de las primeras cuestiones que había que decidir era si poner en marcha una SGA o varias, en particular, una SGA asociada a cada banco cedente. La literalidad del MoU parecía inclinarse claramente por una única SGA, que fue la alternativa elegida, pero había argumentos a favor y en contra de las dos alternativas.

El principal argumento a favor de una única SGA era la separación más rotunda de los activos transferidos de las entidades que los han originado. De esta forma, la desconsolidación de dichos activos quedaba garantizada. Asimismo, una única SGA permitía conseguir economías de escala en su gestión.

Por otro lado, la existencia de varias SGA podría evitar el riesgo sistémico que puede generar una única SGA. Asimismo, facilita el establecimiento de incentivos a las entidades cedentes, lo que puede mejorar la gestión de los activos.

7.2. ESTRUCTURA SOCIETARIA DE LA SGA

En el debate sobre la forma jurídica que debía tener la SGA se planteó la alternativa entre un modelo societario (con la posibilidad de constituir una sociedad tenedora de los activos y una gestora) y un modelo fiduciario.

Dado el escaso tiempo disponible para el establecimiento de la SGA, resultó mucho más seguro optar por un modelo societario simple en el que se conjugaran las funciones de gestión y tenencia de los activos. Ello no fue obstáculo para el desarrollo de una nueva figura fiduciaria: los fondos de activos bancarios (FAB), con una elevada flexibilidad regulatoria y fiscal. Es previsible que estos se desarrollen activamente cuando el proceso de desinversión de activos esté más maduro.

Una ventaja de la opción societaria simple es la sencillez del modelo de gobierno corporativo existente: un Consejo de Administración, con sus comisiones, unos comités de apoyo a la gestión y la particularidad de una comisión de seguimiento, con varios supervisores nacionales (y el BCE, como observador).

7.3. RELACIONES SGA Y BANCOS CEDENTES

Básicamente, había dos opciones: subcontratación de la gestión y administración de los activos con empresas especializadas o firma de un contrato de prestación de servicios con los bancos cedentes para que siguieran desarrollando dichas funciones, por cuenta de la SGA.

A corto plazo, parecía más razonable continuar con los bancos cedentes como gestores, lo que, dada la tipología de los activos transferidos (un 75% préstamos a promotores con colateral



inmobiliario) y el volumen de operaciones (cientos de miles de activos), garantiza una continuidad de la gestión del deudor y evita un envilecimiento por la falta de conocimiento que podría tener un nuevo gestor y, en todo caso, plantearse una subcontratación con empresas externas a medio plazo.

Por otro lado, en los contratos de cesión de activos firmados con las entidades no se incluyeron cláusulas «*claw-back*» para evitar la posibilidad de no desconsolidación de dichos activos de los balances de dichas entidades, si bien se pueden corregir errores en la transferencia derivados de clasificaciones erróneas de activos y/o colaterales.

2. AVANCES EN LA REGULACIÓN DEL SECTOR ASEGURADOR



EL ENTORNO DE SOLVENCIA II: SUS CONSECUENCIAS PARA EL MERCADO Y PARA SUS CLIENTES

Mirenchu del Valle
Secretaria General de Unespa

En los últimos cinco años, la crisis económica ha evidenciado muchas cosas en muchos países. En relación al nuestro, las tres lecciones más duras que hemos tenido que aprender han sido ver como se desmontaba el mito del valor, «siempre al alza», de la vivienda, una cierta sensación de desconfianza hacia todo lo financiero, generalizando injustamente, y más de seis millones de personas en situación de desempleo, con los efectos personales y colectivos que ello supone. Tres duras lecciones que estamos aprendiendo a gestionar, mas una cuarta que podría haber aminorado el impacto de las tres anteriores: la falta de ahorro. Los países que mejor han resistido son aquellos en los que las instituciones y los ciudadanos han tenido una mejor posición financiera en relación con el ahorro, especialmente si ese ahorro era ahorro nacional. En España, los aseguradores también, llevábamos tiempo denunciando los problemas de la falta de ahorro financiero. Clamábamos en el desierto en un país donde todos los ciudadanos aspirábamos a tener una vivienda y canalizar nuestro ahorro hacia el monocultivo del ladrillo.

Europa también lleva tiempo dándole vueltas a la sostenibilidad del sistema del bienestar; otro importante pilar donde el ahorro financiero es imprescindible. Aquí de nuevo, monocultivo en vivienda y monocultivo en una única fuente de renta futura: la pensión de reparto, la pensión pública (que por cierto no es ahorro sino un

modelo de solidaridad intergeneracional, pese a que hay muchas personas, por no decir la mayoría, que creen que pasan toda su vida *ahorrando* para su *jubilación*, cuando lo que hacen es, como es sabido, pagar las pensiones de los actuales jubilados y, a partir de determinada edad, ir constituyendo una suerte de derecho de cobro para que las generaciones siguientes, si así lo consideran, le paguen su pensión).

Toda esta situación, ¿cómo ha cogido al sector asegurador? Fundamentalmente con los deberes hechos, anticipando la crisis con una gestión ultra prudencial de los recursos y cumpliendo todos los compromisos con sus clientes. La crisis, primero financiera y después económica, también ha cogido al seguro en un largo proceso de mejora. Siendo como es, y así se ha evidenciado, Solvencia I un sólido modelo, el Seguro viene trabajando desde principios de siglo en mejorarlo, en un proceso que se concretó en la Directiva Solvencia II cuyo desarrollo técnico debería estar ya resuelto, y no lo está.

El 31 de octubre de 2012 estaba llamado a marcar un antes y un después en el sector asegurador europeo. Era el día inicialmente previsto en la Directiva Solvencia II para la entrada en vigor del nuevo modelo común de gestión de riesgos. Al final ese día pasó, porque no solo no entró en vigor Solvencia II sino que, en 2013, aún no tenemos una previsión real de cuándo se producirá este salto en el modelo de supervisión



desde Solvencia I, lo actual, a la futura Solvencia II.

El proceso de entrada en vigor de Solvencia II, inicialmente pensado para octubre 2012 como he señalado, luego para enero del 2013, luego para el mismo mes del 2014, y, ahora mismo, para alguna fecha de momento desconocida (aunque la apuesta mayoritaria parece ser 2016), no ha sido fácil ni sencillo como lo demuestran los sucesivos retrasos que viene acumulando. Cabría decir, simplificando mucho, que ha habido dos procesos dentro del gran proceso Solvencia II que han «conspirado» para retrasarlo.

El primero de ellos ha sido la complejidad intrínseca de Solvencia II. El nuevo entorno que han ido diseñando los supervisores europeos es muy ambicioso, porque aborda cambios muy sustanciales en todas las fases de la supervisión aseguradora, es decir lo que normalmente conocemos por pilares. Supone un giro copernicano en el pilar técnico, con un cálculo de las cargas de capital, del pasivo modelizado y de los fondos propios que tiene poco que ver con el actualmente en vigor; supone un esfuerzo notabilísimo en materia de gobernanza y supervisión, lo cual marca retos importantísimos no sólo para las entidades sino también para los supervisores; y decreta, en consecuencia, una disciplina de mercado y régimen de transparencia notablemente diferentes, mucho más exigentes. Para que nos hagamos una idea, no es en absoluto exagerado afirmar que la nueva Documentación Estadístico-Contable ligada a Solvencia II es dos, o tres veces, más exigente que la actual. El Seguro, como veremos a lo largo de este artículo, no está en contra de una mayor exigencia en la gestión del riesgo, ni mucho menos, sobre todo si tenemos en cuenta que el riesgo es la materia prima de nuestro negocio. Lo que sí le hemos dicho a las autoridades europeas es que reflexionen sobre el final de todo este trabajo, y valoren si el esfuerzo al que se quiere someter a un sector que no ha fallado durante la crisis, esto es muy importante porque las reformas son más necesarias cuanto peor estén las cosas, y no es el caso del seguro, puede acabar produciendo las consecuencias contrarias que se buscaban, es decir penalizando

al sector; penalizando el empleo estable que está ligado al mismo, y penalizando al cliente al cual, cuando más lo necesita, podemos acabar dejando sin productos tan importantes como los seguros de ahorro a medio y largo plazo. Después trataremos con más detalle el origen de estas preocupaciones.

El segundo proceso relevante es el proyecto normativo que conocemos como Directiva Ómnibus II (la OII) que viene a modificar la Directiva Solvencia II que comentamos, incluso antes de que esta haya entrado en vigor, para adaptarla a los nuevos poderes que en su día se concedieron a la Autoridad Europea de Seguros (EIOPA).

La OII es una norma cuyo diseño y puesta en vigor es necesario después de que, en el marco del nuevo diseño de la arquitectura de supervisión financiera en Europa, un proceso largo y complejo lanzado por el denominado *Informe Larosière*, se creasen las figuras de los supervisores financieros europeos; proceso que, en el caso de los seguros, supuso crear, a partir del ya existente comité de supervisores europeos CEIOPS, la autoridad propiamente dicha, conocida por sus siglas en inglés: EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority).

La aparición de EIOPA en el panorama supervisor europeo afloró con inmediatez la cuestión de cuál sería la relación entre su actividad regulatoria con la de la propia Comisión Europea que, además ha visto reforzado su poder legislativo tras la entrada en vigor del Tratado de Lisboa que ha ampliado el número de materias en los que puede intervenir mediante legislación delegada, siendo los servicios financieros uno de ellos. Qué actos le habrán de ser propios, qué actos realizará por delegación, cuál será su valor jurídico, y a quién le compete regular qué aspectos de un entorno tan variado como Solvencia II. La discusión de la OII es, por tanto, una discusión competencial. Pero, en el marco de esa discusión, han aflorado los desencuentros en torno al tratamiento de los compromisos a largo plazo, al que inevitablemente nos habremos de referir en este texto.

Frente a todos estos retrasos en la entrada en vigor del proyecto, el 25 de septiembre EIOPA



aprobó cuatro Guías **Directrices** de preparación a Solvencia II sobre los siguientes aspectos: sistema de gobierno, valoración prospectiva de los riesgos de la entidad (basada en los principios del *ORSA*), pre-solicitud de modelos internos e información al supervisor (*Reporting*)

Se trata de una iniciativa que tiene por objeto aprovechar el *momentum* para **avanzar en la preparación** de los supervisores nacionales y de las entidades aseguradoras en aquellos aspectos que están más definidos en este momento.

A partir del 31 de octubre, fecha prevista de publicación en todas las lenguas europeas, los supervisores nacionales disponen de dos meses de plazo para decidir qué contenido de las Directrices aplican en cada mercado o explicar porqué no lo hacen (principio de aplica o explica).

Hecha esta primera introducción, abordaremos algunos epígrafes que desarrollan, en diversos aspectos, el tema central del artículo.

BENEFICIOS INTRÍNSECOS DEL PILAR I PARA EL CLIENTE: LA FÓRMULA ESTÁNDAR

Lo más relevante del pilar técnico de Solvencia II es la fórmula estándar. Como veremos después, la entidad tiene la potestad de desarrollar modelos internos, totales o parciales; pero, en todo caso, la fórmula estándar, bien como fórmula prescrita para el cálculo de las cargas de capital, bien como claro *benchmark* para cualquier acción propia, adquiere una importancia fundamental.

De momento, aún no se dispone de una Fórmula Estándar adecuada, pues esta es una de las cuestiones importantes que siguen abiertas. Cuando esté disponible, habrá varios elementos en dicha fórmula que son muy destacables desde el punto de vista de la protección al consumidor de este nuevo entramado de supervisión.

El principal gran beneficio, que para el consumidor se deriva de la fórmula estándar, es que es una fórmula que de manera natural tiende a la diversificación. Hasta el momento, las normativas aseguradoras tenían prescripciones directas que

obligaban a las entidades a diversificar, notablemente en el campo de las inversiones financieras que soportan los compromisos de seguro. Solvencia II, sin embargo, tiene una filosofía radicalmente distinta. Solvencia II, como elemento de solvencia dinámico, es un sistema que genera suertes diferentes para diferentes operadores, relacionadas con su perfil de riesgo. Todo en la fórmula estándar lleva a la conclusión de que hay una relación directa entre diversificación y menor carga de capital. En primer lugar, está el dato directo de que el riesgo de mercado cuenta con un módulo de concentración. Es decir: si los diferentes submódulos de mercado ya pueden derivar cargas de capital más elevadas en el caso de que sus niveles de diversificación sean asimismo bajos, además existe un submódulo específico diseñado para penalizar la concentración excesiva de inversiones. La prescripción de las inversiones diversificadas, por lo tanto, es indirecta pero, en realidad, tan eficiente como las antiguas reglas.

El consumidor se beneficia de este hecho en forma de estabilidad en la relación aseguradora. Como ha demostrado mejor que nada la reciente crisis financiera, la diversificación de destinos de inversión que practica la actividad aseguradora despliega su utilidad en momentos en que los mercados registran grandes turbulencias, por cuanto éstas, incluso habiendo mostrado signos de sistematicidad como le ha ocurrido a la crisis financiera del 2008 y años siguientes, tienen una afeción más relativa en el caso de las entidades aseguradoras, por cuanto éstas tienen una cartera muy diversificada, como consecuencia, hoy, de la regulación específica sobre la materia; y, mañana, como claramente demuestran los resultados de los sucesivos Estudios Cuantitativos de Impacto, como consecuencia lógica de las servidumbres del cálculo de los riesgos de mercado en la fórmula estándar. Es el momento de profundizar en un hecho palmario que, por no ser relevante para los medios de comunicación, no debe pasar desapercibido. En la crisis financiera primero, y en la crisis económica después, el Seguro se ha comportado tal y como esperaba la sociedad que lo hiciese: gestionando, atendiendo, dando respuesta, manteniendo empleo y aportando tranquilidad a sus clientes. Es

decir, se ha comportado con normalidad pese al entorno, en ocasiones muy alterado, en el que se ha movido la economía y los mercados financieros en estos últimos cinco años. Este hecho de normalidad, que como decía, resta interés informativo a los medios de comunicación social, es muy relevante porque se ha conseguido bajo el actual estándar de Solvencia I, el mismo que el propio Seguro está intentando mejorar aún más desde principios de siglo. Luego, desde el Seguro, reclamamos que se atienda y se reconozca el valor de esta industria que no ha dado disgustos a sus ciudadanos especialmente cuando más se necesitaba y ha sabido gestionar la crisis sin requerir ni un solo céntimo de recursos públicos.

El actual modelo, por tanto, ya ha demostrado que funciona, pero Solvencia II, trata de mejorarlo y va incluso más allá. Hay dos elementos más de absoluta proclividad hacia la diversificación que no pueden soslayarse en este análisis.

En primer lugar, están los riesgos no de mercado. Muy notablemente, la otra gran familia de riesgos de Solvencia II, que son los denominados riesgos de suscripción, o de seguro.

El seguro *siempre* comporta un riesgo para quien lo comercializa. En puridad, la prima de seguro, la prima pura, es el precio de un riesgo. Lo «único», por así decirlo, que hace el asegurador, es recargar la prima pura con el elemento de beneficio, esto es, de retribución al accionista y a la propia actividad, que considere conveniente. Así pues, en los esquemas de solvencia estática, se tiende a entender que el cálculo del riesgo ya está hecho en el acto de calcular y cobrar la prima, y gestionar los siniestros.

Esto, sin embargo, no es exactamente así. La técnica aseguradora generó pronto figuras, como la vieja provisión de estabilización, que se consideraban necesarias contra las desviaciones de la siniestralidad que, tal y como se fue observando, se producían. La siniestralidad tiene patrones, pero no siempre los cumple; es un efecto que se ve muy claro, por ejemplo, en la vertiente catastrófica de la siniestralidad.

Solvencia II está basada en el concepto de capital económico. Esto es, la carga de capital

que es razonable derivar para poder demostrar (por ejemplo, ante un tercero interesado en comprarnos, o en invertir en nuestra compañía) que estamos cubiertos frente a todos los riesgos que racionalmente se puede esperar que se presenten. Y a esta nómina de riesgos, como digo la experiencia lo ha demostrado ya de tiempo atrás, pertenecen aquéllos ligados al hecho de que esas cuentas que hicimos calculando la prima pura no estuviesen del todo bien hechas.

En el caso del seguro de vida, este riesgo tiene que ver, fundamentalmente, con la posibilidad de que la mortalidad no se comporte como se previó, bien al alza (muera más gente de lo previsto, lo cual generará pérdidas inesperadas en los seguros de riesgo), bien a la baja (la mortalidad se vea reducida, y por lo tanto la longevidad más dilatada, lo que genera pérdidas inesperadas en los seguros de ahorro). En el caso de los seguros distintos del de vida, los riesgos principales son los denominados de reserva (calculé mal en el pasado mis primas, lo cual se me comunica a una siniestralidad más elevada de lo esperado) o de prima (estoy calculando mal mis primas hoy, lo cual se me comunicará en la siniestralidad futura).

Sin profundizar más en las *technicalities* matemáticas de la fórmula estándar vemos que la filosofía que siempre ha animado la supervisión aseguradora, en lo que a las inversiones se refiere, se comunica muy rápidamente, con Solvencia II, a todos los ámbitos del negocio. Ya no es sólo la inversión financiera la que ahorra carga de capital si se diversifica; es la propia actividad aseguradora, puesto que los riesgos de suscripción son de distintas naturalezas, hasta el punto de correlacionar negativamente, como ocurre con el riesgo de mortalidad y longevidad (obviamente, en un mismo periodo no se pueden producir más muertes y menos muertes de lo previsto para un mismo tramo de edad).

Lo cual nos lleva al segundo gran concepto que propende a la diversificación en la propia realización del negocio: las correlaciones entre riesgos y subriesgos.

Solvencia II no se basa en un concepto de suma lineal de cargas de capital. Primero, porque



con el nivel de exigencia que tienen las fórmulas, si la carga de capital agregada fuese la suma lineal de todas, tendríamos entidades sobre-solventes que, sin embargo, carecerían de capacidad de captar accionistas en el mercado (pues invertir en seguros generaría elevadísimos costes de oportunidad) y/o pondrían en la calle productos con un componente de seguridad tan elevado en el precio, que impediría su comercialización. La suma lineal, además, repele la lógica: los peligros son peligros, y pueden presentarse. Pero no todos a la vez. Algunos, como hemos apuntado en el caso del desplazamiento de la mortalidad y la supervivencia, incluso es imposible, por esencia, que se presenten a la vez.

Para resolver este problema es por lo que Solvencia II prescribe la suma correlacionada, esto es teniendo en cuenta los niveles de correlación existentes entre subriesgos en cada riesgo, y entre riesgos a la hora de agregar estos en el denominado capital de solvencia básico. Una vez más, no es necesario avanzar más en la descripción de la técnica matemática para entender que, en la medida en que se tengan más componentes en el cálculo, más «uso» se hace de las correlaciones; y, consecuentemente, puesto que conforme más correlaciones se usen, más se tiende a obtener un resultado de suma correlacionada distanciado de la pura suma lineal, más carga de capital se ahorra.

La ambición de Solvencia II, por lo tanto, es reposar, con el tiempo, sectores aseguradores de extremada fiabilidad y *diversidad*. Una cosa que el enfoque de Solvencia II no es, es una ecuación que sólo se pueda despejar de una manera. Hay muchas metodologías diferentes que tienen plena cabida en el concepto de capital económico eficiente bajo las reglas del pilar técnico de Solvencia II.

Desde una perspectiva optimista, esto es basada en la idea de una calibración final adecuada de Solvencia II (algo que veremos más adelante un poco más *in extenso*), el mercado asegurador resultante ha de ser un mercado formado por entidades muy diversificadas, que por lo tanto serán capaces de aportar a los consumidores

ofertas muy amplias; junto con entidades altamente especializadas, porque el adecuado conocimiento de una actividad permitirá el adecuado cálculo de los perfiles de riesgo y, además, dentro de los ramos son perfectamente posibles, también, estrategias de diversificación (por ejemplo, en el negocio de vida, entre tipologías de productos, entre riesgo y ahorro, entre distintos tipos de garantías financieras...). El resultado, por lo tanto, es un mercado más rico, más capaz, con mayor capacidad de respuesta a las necesidades del público y mayor capacidad de desarrollo de productos.

MODELOS INTERNOS: QUINTA ESENCIA DEL AUTO-CONOCIMIENTO

El entorno de Solvencia II contiene previsiones muy claras en el sentido de que las entidades dispondrán de la posibilidad de sortear, de forma total o parcial, la aplicación de la fórmula estándar prescrita para el cálculo de las cargas de capital, mediante el desarrollo de modelos internos.

Un modelo interno es una metodología propia, basada estrictamente en la información que la entidad tiene de sí misma, cuyo resultado ha de ser por fuerza del mismo tipo que la fórmula estándar (esto es, debe derivar una carga de capital, exactamente igual), pero calculada a través una metodología mucho más cercana a su verdadero modelo de negocio.

Obviamente, el modelo interno no puede ser libremente desarrollado por las entidades, por cuanto, para que se convierta en la metodología de cálculo de cargas de capital, debe estar aprobado por el supervisor (el proceso, obviamente, es algo más complejo en el caso de que sea un grupo asegurador transnacional el que quiera desarrollar un modelo interno para todo su grupo), que es responsable de comprobar la adecuación y solidez, tanto del modelo en sí como del alimento de datos con que cuenta.

Los clientes de seguros, ni al inicio ni en la perfección del proceso Solvencia II, tendrán,

probablemente, una conciencia muy clara ni muy profunda de la existencia o inexistencia de modelos internos en la entidad o grupo. Hablando en términos estrictos, el tercer pilar de Solvencia II, el relativo a disciplina de mercado y transparencia, prevé la realización de un informe público obligatorio, el denominado SFCR (Solvency and Financial Condition Report), en el que la entidad tendrá que reportar detalles sobre su modelización de riesgos.

Más en concreto, en lo que se refiere a la información sobre el sistema de gobernanza del modelo interno, y según los borradores de medidas de implementación, deberá contar en el SFCR:

- Comités específicos o personas responsables, con descripción de sus responsabilidades.
- La forma de interacción de estos comités y personas con la gestión.
- Procesos para la aceptación de cambios en el modelo.
- Cambios significativos en la gobernanza del modelo en el periodo reportado.
- Descripción de las herramientas de validación.

Asimismo, en el capítulo dedicado a la gestión de capital (que, debemos entender, es el capítulo en el que la entidad describirá *qué hace* una vez que ha obtenido una imagen de su perfil de riesgo, de la exigencia de capital que se deriva del mismo, y de la disponibilidad de recursos que tiene), las informaciones que deberán ponerse a disposición del público, resumidas de dos fuentes (el futuro reglamento de nivel 2 y los estándares de nivel 3), serían:

- Descripción de los propósitos de la puesta en marcha de dicho modelo interno.
- Descripción del ámbito de dicho modelo interno en términos de unidades de negocio y categorías de riesgo.
- Descripción de la técnica usada para integrar un modelo parcial y la fórmula estándar.
- Descripción de los métodos usados para calcular la distribución de probabilidad.

- Una descripción, para cada módulo de riesgo, de las principales diferencias metodológicas y de asunciones respecto de la fórmula estándar. Haciendo especial hincapié en:
 - La estructura del modelo.
 - Las categorías de riesgos afectadas.
 - Métodos de agregación y efecto de la diversificación.
 - Riesgos no cubiertos en la fórmula estándar pero sí en el modelo interno.
 - Diferencias de alto nivel en las metodologías.
- La medida de riesgo y el periodo de tiempo usado en el modelo y, si son distintos de la fórmula estándar, la argumentación de por qué dicho plazo es más adecuado para garantizar la protección de clientes y beneficiarios.
- Descripción de la naturaleza y adecuación de los datos usados, en la que se incluye una descripción de los procesos puestos en marcha para garantizar la calidad de los datos.
- Información sobre el comportamiento operacional del modelo, en particular los planes de seguridad, de contingencia y de recuperación, acompañados de los recursos tecnológicos disponibles y la eficiencia del modelo.

El informe público tendrá que ser especialmente cuidadoso para garantizar que sus lectores entienden las diferencias inherentes entre el cálculo bajo Solvencia II (que es un balance puramente económico, teniendo en cuenta los riesgos) y la contabilidad estatutaria (esto es, la imagen fiel de la situación patrimonial en un determinado momento).

Es decir, los beneficios de la existencia de un modelo interno para los clientes de seguros existirá, aunque sea de forma indirecta. La existencia de un modelo interno, total o parcial, dentro de una entidad o grupo, supondrá que dicho asegurador habrá abordado un ejercicio muy exigente de autoconocimiento y evaluación; ejercicio cuyos resultados, por lo tanto, cumplirán unos estándares de precisión muy elevados. La combi-



nación de modelos internos y ORSA, unida a la interacción de diversas funciones previstas en la futura legislación dentro del esquema de gobernanza, dotará a las entidades, tal es uno de los objetivos troncales de Solvencia II, de una capacidad de respuesta y adaptación a posibles coyunturas desfavorables que se transmitirá a los clientes en forma de estabilidad del negocio y tarifas ajustadas.

EL PROBLEMA DE LOS COMPROMISOS A LARGO PLAZO

Ya hemos dicho a lo largo de este artículo que el retraso objetivo en la entrada en vigor de Solvencia II tiene varios motivos; pero uno fundamental. En el entorno de la tramitación de la futura directiva Omnibus II, cuyo retraso opera como cuello de botella para todo el proceso, afloró una cuestión sobre la que el seguro español llevaba llamando la atención desde el inicio del proyecto, y que ha provocado el lanzamiento, durante la primera mitad del 2013, de un estudio de impacto específico a partir del cual se podrán tomar decisiones más acotadas.

Intentaremos explicar en estas líneas, sucintamente, cuál es el problema de los compromisos a largo plazo.

En buena técnica financiera y actuarial, un compromiso futuro debe ser descontado para poder formularlo al valor actual, es decir, al momento en el cual se realiza la valoración. Esto supone proyectar adecuadamente, qué parte de esos flujos de pagos los va a obtener el asegurador de los rendimientos financieros. El problema aparece cuando las inversiones financieras que respaldan el compromiso se mantienen por el sector a vencimiento (incluso tras una hipotética cesión de cartera), en este contexto, ¿tiene sentido económico penalizar esos rendimientos por fluctuaciones de mercado puntuales?

Por tanto, la discusión en torno a los compromisos a largo plazo tiene que ver con la pregunta: ¿cuál es la curva de descuento que deberemos utilizar para valorar estos compromisos de forma

que se incentive una adecuada gestión de los riesgos en estos productos?

Los aseguradores de vida europeos llevan doscientos años comprometiendo pagos futuros. Esto quiere decir que el seguro, como institución, lleva entre dos y cinco veces más tiempo que los sistemas de reparto garantizando prestaciones a diez, veinte o treinta años (esto es: garantizando rendimientos financieros); cumpliendo con dichas prestaciones cuando el contrato así lo ha exigido; y permaneciendo en el mercado. Y esto lo ha hecho la industria aseguradora utilizando técnicas de gestión conjunta de activos y pasivos que reducen notablemente los riesgos de estas operaciones, para las que lo más lógico es descontar los pasivos con una estructura temporal de tipos de interés adecuada para estas operaciones, es decir, no con una curva libre de riesgo pura, entendiendo como tal la curva *swap*, sino con una curva libre de riesgo que incorpora un ajuste. Dicho ajuste refleja que los activos afectos a este tipo de pasivos aseguradores no incorporan todo el riesgo de crédito (dado que la inversión afecta se mantendrá a vencimiento) sino únicamente el riesgo de *default* (el único riesgo en estas operaciones es que el emisor se retrase o deje de pagar los flujos de caja comprometidos porque haya suspendido pagos o haya quebrado y que la entidad aseguradora diseñe su producto de forma que no exista riesgo de venta forzada o éste sea inmaterial). La efectividad de estas técnicas de gestión conjunta de activos y pasivos (ALM) justifica la utilización para el descuento de estos pasivos de una estructura temporal de tipos de interés adecuada a la naturaleza intrínseca de estas operaciones.

El descuento de pasivos a una curva de descuento que no es estrictamente la curva *swap* tiene sus detractores, que defienden un *mark-to-market* tanto de activos y pasivos. Sin embargo, no parece lógico valorar activos y pasivos por separado, como si se fueran a vender ese mismo día, para valorar este tipo de operaciones a largo plazo en las que activos y pasivos se gestionan de forma conjunta. Por decirlo de una manera gráfica: un seguro garantizado a 30 años es como un avión que se comprometiese a volar durante

1.000 kilómetros a una altura media mínima de 10.000 pies. Es cierto que es perfectamente posible que una tormenta, o el paso cercano de otra aeronave, u otras circunstancias, puedan hacer que el avión suba o *baje en algún momento* de la altura objetivo. Pero si el vuelo está bien diseñado, a lo largo de 1.000 kilómetros, tendrá muchas oportunidades de recuperar la altitud de crucero, y al final del trayecto habrá cumplido su objetivo.

Que la valoración de estos pasivos aseguradores a largo plazo refleje volatilidades «a medio camino» que, en realidad, no afectan a la operación es, simplemente, generar volatilidades donde no las hay, y forzar decisiones de inversión cortoplacista o de desinversión apresuradas (ventas forzadas).

Durante los meses de febrero y marzo de 2013 la industria aseguradora europea ha participado en un nuevo Estudio de Impacto, coordinado por EIOPA, en el que se han analizado los efectos que tendrían 14 escenarios (cada uno de ellos con un mix distinto de medidas; todos ellos encaminados a reflejar la correcta valoración de los pasivos a largo plazo) para que la Comisión, el Parlamento Europeo y el Consejo (que integran el trílogo) tengan todos los elementos de juicio antes de ir cerrando definitivamente los distintos niveles de la normativa de Solvencia II.

Los requisitos excesivos de capital y, sobre todo, su volatilidad, conllevan amenazas preocupantes para todos los que intervienen en el seguro. Empezando por las empresas que pueden dejar de ser interesantes para sus accionistas, que dirigirán su capacidad inversora a otras industrias, y si esto es así, se producirá en encarecimiento de los costes de financiación del negocio asegurador. Estamos seguros de que los reguladores reaccionarán a tiempo.

Al mismo tiempo, si no se corrige esta volatilidad, especialmente en el aseguramiento a largo plazo, el cliente se verá perjudicado porque unos requisitos de capital extremadamente prudentes pueden provocar una reducción de la oferta aseguradora y por tanto una menor capacidad de los ciudadanos para proyectar financieramente

sus rentas futuras. Habría, por tanto, también un tercer perjudicado, que es la sociedad europea en su conjunto, porque se contraería la capacidad del sector asegurador de aportar financiación estable a las economías europeas en su papel, muy relevante, de inversor institucional y su capacidad de estabilizar la demanda interna de todo un continente.

El seguro lleva tiempo advirtiendo a las autoridades europeas que no pueden sostener dobles discursos antitéticos. Somos conscientes de que una cosa es la Comisión Europea, otra su Parlamento, otra sus gobiernos nacionales reunidos en el seno del Consejo y, ahora, el supervisor europeo de seguros, EIOPA. Somos conscientes de que no podemos pedirles a todos estos actores que opinen lo mismo en todo momento. Pero sí podemos, debemos incluso, reclamarles coherencia.

Como me he referido al inicio, hay preocupación de todos los países en relación a la sostenibilidad de los sistemas del Bienestar. La propia Comisión Europea ha impulsado en los últimos tres años una de las mayores reflexiones en esta área del bienestar y las pensiones en Europa. Ha elaborado un Libro Verde y un Libro Blanco sobre la materia, que han recibido centenares de aportaciones de todas las partes implicadas, desde gestores de ahorro hasta consumidores. Esta elaboración analítica ha provocado la reforma en curso de la directiva llamada de fondos de pensiones de empleo, entre otras consecuencias. Todos los textos de la Comisión son claros en la asunción del principio de que a Europa le falta ahorro. De que el reto del bienestar exige que el pilar de reparto no viaje solo, y esté acompañado por un sólido pilar de capitalización que suplemente a las pensiones públicas.

Pues bien: este discurso es incompatible con una valoración mark-to-market (curva swap) de los pasivos aseguradores a largo plazo, sin tener en cuenta ciertos ajustes que reflejen cómo incide en esa valoración una adecuada y prudente gestión conjunta de activos y pasivos.

Este escenario tendría menos sentido aún si tenemos en cuenta que la propia literatura de la Comisión se refiere con alarma a la migración



masiva, inducida por las reformas del bienestar en las últimas décadas, desde esquemas de prestación definida (DB) a esquemas de aportación o contribución definida (DC). Migración que, además, no sólo ha afectado a los pilares de capitalización, sino también a los de reparto, pues los países, no pocos, que estos últimos años han optado por esquemas de cuentas nocionales para la pensión pública, han migrado, de hecho, a entornos de previsión en los que el trabajador sabe lo que cotiza, pero no sabe lo que obtendrá.

Acierta la Comisión al advertir que esta migración masiva de esquemas DB a esquemas DC ha supuesto colocar en los hombros de los particulares la mayor parte de los riesgos financieros y actuariales, sin que esos mismos particulares estén preparados para soportar tales riesgos ni hayan sido en realidad conscientes del efecto. Y acierta, lógicamente, al insinuar que esta tendencia hay que revertirla creando las condiciones para el desarrollo de productos de prestación definida. Pero si los productos de prestación definida son descontados a curvas de tipos penalizadas injustamente por riesgos que no existen, ¿dónde está el desarrollo?

Como ya hemos dicho, somos conscientes de que cada pequeño universo del entorno europeo, en defensa de sus principios e intereses, debe tener su discurso propio. Pero Europa, como proyecto, se basa en discursos estratégicos, y sería faltar a la verdad o construir sobre bases muy endebladas no considerar el fomento del ahorro para la previsión futura como uno de los muros de carga de esa concepción estratégica de la Europa de las décadas por venir. Toda solución que se adopte debería ser compatible con este objetivo mayor.

En este ámbito incluso el FMI se ha mostrado preocupado («Existe preocupación sobre si las aseguradoras de vida y los fondos de pensiones podrán mantener su perspectiva de inversores a largo plazo... La retirada parcial de los inversores institucionales del segmento del largo plazo y/o de la falta de liquidez del mercado de crédito podría reducir los beneficios privados y sociales que el sector genera a través de la inver-

sión a largo plazo, y la medida en que esto mitiga la prociclicidad del sistema financiero»). Tanto es así que el propio Comisario Barnier, responsable del avance del mercado interior de los servicios financieros en la UE, afirmó recientemente que *«dado que las entidades aseguradoras son una fuente de estabilidad y continuidad en los mercados financieros y, ello fundamentalmente porque son inversores a largo plazo, tienen un papel esencial que desempeñar en conseguir que Europa vuelva a una senda de crecimiento sostenible. Para fortalecer el impacto que los aseguradores pueden tener en el crecimiento sostenible de la economía real, es importante, por tanto, fomentar su capacidad de proveer garantías a largo plazo»*.

Fruto de todo este debate sobre el papel que los inversores institucionales están llamados a jugar en la recuperación de la economía europea, el día 25 de marzo la Comisión Europea aprobó un Libro Verde con el que pone en marcha una consulta pública destinada a recabar opiniones sobre la manera de favorecer la oferta de financiación a largo plazo y de mejorar y diversificar el sistema de intermediación financiera para la inversión a largo plazo en Europa.

Europa tiene grandes necesidades de inversión a largo plazo, cuya satisfacción es crucial para apuntalar un crecimiento sostenible. Para financiar sus inversiones a largo plazo, los gobiernos, las empresas y los hogares han de tener acceso a una financiación a largo plazo que resulte previsible.

La crisis financiera ha mermado la capacidad del sector financiero europeo para encauzar los ahorros hacia inversiones a largo plazo. Una de las preguntas importantes a las que hay que responder es si la gran dependencia que ha tenido siempre Europa respecto de los bancos para la financiación de las inversiones a largo plazo debe dar paso o no a un sistema más diversificado, en el que tengan mucho más peso la financiación directa en los mercados de capitales (es decir, la financiación mediante obligaciones y bonos) y la participación de los inversores institucionales (por ejemplo, las compañías de seguros y los fondos de pensiones) o bien a otras opciones.

Dado el horizonte temporal a mucho más largo plazo de sus modelos de negocio, las entidades aseguradoras (fundamentalmente de vida), los fondos de pensiones, así como otros inversores institucionales (*mutual funds* y *endowments*) representan también proveedores muy importantes de financiación a largo plazo. En su conjunto, invierten alrededor de 13,8 billones de euros, lo que representa más del 100% del PIB de la UE.

La larga duración de sus pasivos permite a estos inversores institucionales, al menos en principio, desarrollar una estrategia de inversión a vencimiento (*buy-and-hold*) en activos productivos a largo plazo, logrando con ello mayores rendimientos que vienen a compensar los riesgos derivados de una inversión a más largo plazo y con una menor liquidez. Ello permite a estos inversores institucionales comportarse de una manera contracíclica, y reducir el cortoplacismo y la necesidad de transformación de vencimientos.

No obstante lo anterior, estos inversores institucionales están obligados a cumplir con una serie de regulaciones prudenciales y con las normas contables. El impacto de las nuevas regulaciones prudenciales (Solvencia II) en la capacidad de financiación a largo plazo de las **entidades aseguradoras** dependerá en parte de cómo se traten finalmente en las mismas las inversiones a largo plazo. En la actualidad se está desarrollando, como se ha mencionado anteriormente, un debate en el ámbito de Solvencia II sobre cómo garantizar que los requerimientos de capital no desincentiven la tenencia de inversiones a largo plazo y que no se reduzcan los incentivos positivos a la inmunización de los pasivos a largo plazo a través de las inversiones a largo plazo.

En este mismo contexto, la Comisión Europea ha requerido a EIOPA que analice si la calibración de los requerimientos de capital exigidos a determinados activos en Solvencia II (financiación de infraestructuras y project bonds, titulizaciones, financiación de las PYMES, etc.) debería ser ajustada de modo que se garantice la inexistencia de obstáculos para la financiación a largo plazo, sin crear riesgos prudenciales adicionales.

La Comisión, el Consejo y el Parlamento también están discutiendo medidas que en el ámbito de Solvencia II faciliten la provisión de productos aseguradores con garantías a largo plazo y las inversiones a largo plazo. EIOPA analizará estas medidas en Junio de 2013, una vez concluya el estudio de impacto. Basada en ese informe técnico de EIOPA, la Comisión remitirá un informe sobre las medidas más adecuadas que deberían ser incluidas en la Directiva de Solvencia II o en los correspondientes Actos Delegados.

SISTEMA DE GOBERNANZA

También en el denominado segundo pilar de Solvencia II, el apartado relativo al sistema de gobierno de las entidades aseguradoras, que es precisamente en el que se puede y quiere avanzar mediante unas Directrices específicas, recientemente aprobadas por EIOPA, sin tener esperar a que la Directiva Solvencia II entre definitivamente en vigor, encontramos ejemplos que serán de beneficio para el cliente de seguros.

No trataremos aquí de hacer una descripción pormenorizada de lo que se regula en los tres niveles de Solvencia II sobre esta materia. Nos bastará con decir algunas palabras sobre los objetivos generales que debe reunir el sistema de gobierno corporativo de una entidad aseguradora.

Hay que estar muy desconectados de la realidad de los últimos cinco años para no saber que uno de los problemas básicos de la crisis financiera tiene que ver con el desarrollo de productos que algunos actores de la cadena no comprendían bien. La comprensión del negocio es fundamental para la actividad aseguradora porque, como hemos dicho, por mucho que Solvencia II perfeccione el cálculo, siempre hemos sabido que firmar un contrato de seguro es asumir un riesgo y, por lo tanto, hacer bien las cosas pasa por comprender dicho riesgo. Esta es la razón de que, por mucho que alabemos los elementos positivos del futuro nuevo esquema, cabe recordar que, ya en el presente, el que pronto llamaremos «el antiguo», las normas sobre la idoneidad y la profesionalidad de las personas que ges-



tionan entidades aseguradoras o se sientan en sus consejos de administración son precisas y exigentes.

En Solvencia II se reformulan los términos para adecuarlos a los nuevos requisitos de cálculo del margen de solvencia. Realmente Solvencia II no crea nada ya que la normativa actual establece estándares muy exigentes en todo lo relativo al sistema de control interno y de gobierno de las entidades. Solvencia II re-define una serie de funciones que la entidad deberá tener, además en determinadas condiciones de independencia e interacción con la gestión de la actividad. Y, sobre todo, tiende a explicitar una serie de normas que buscan garantizar que los miembros del Consejo, es decir aquellos que gobiernan estratégicamente la entidad, no puedan ser miembros que apenas tienen ideas epidérmicas sobre lo que es la valoración del perfil de riesgo o los resultados del ORSA.

Además, la definición y distribución de las funciones de cada uno de los Departamentos o funciones debe ser precisa, delimitando claramente las competencias de cada uno de ellos. Se prevén incluso nuevas funciones que deben ser asignadas o creadas dentro de la entidad en caso que no existieran previamente. En este sentido, es particularmente relevante la función de «cumplimiento normativo» (*compliance*) que debe garantizar que la entidad cumple con todos los requisitos legales. Dicha función supone el seguimiento continuo de la actividad de la entidad garantizando que, en caso de producirse cambios normativos, los posibles riesgos asociados estén identificados y puedan ser gestionados adecuadamente. Los riesgos a los que puede estar sometida una entidad son de distinta índole y, en ocasiones, exceden la normativa específica de seguros. Tal es el caso de la legislación sobre protección de datos personales, derecho de la competencia, blanqueo de capitales, riesgos laborales, etc. Significa por tanto un nuevo marchamo de calidad en beneficio del consumidor final al que se le garantiza más si cabe que el productos que se le está ofreciendo cumple rigurosamente con toda la normativa (no solo aseguradora) que les es aplicable.

Aporta, pues, Solvencia II una mayor solidez, que no nos cansaremos de repetir que ya tiene elevados niveles de garantía en el momento presente con la actual regulación. Una vez más, nos encontramos ante un hecho que el cliente de seguros puede no percibir de una forma directa, pero que redundará en su beneficio a través de un funcionamiento adecuado del mercado y de los productos en oferta.

TAMBIÉN CAMBIA LA DISTRIBUCIÓN

Un penúltimo aspecto en relación con el cliente y la manera en la que accede al Seguro. La propia Solvencia II impulsó una reflexión que es acertada en la forma pero no en el tiempo: ya que el seguro se perfecciona, deberíamos también analizar si podemos avanzar en el mismo camino en la distribución de los seguros. Buen objetivo sin duda pero que los mecanismos comunitarios han venido a deparar en el peor momento posible. El pasado verano la Comisión presentó una propuesta de Directiva, conocida como IMD2 que vendría a modificar la actual de Mediación de 2002 para , tratar de sentar las bases de una nueva forma de distribución adaptada al entorno de Solvencia II. ¿Qué entorno? Ninguno, porque no lo hay, se ha corrido más en la vía de servicio que en la construcción de la autopista y queremos regular una manera de vender los seguros que todavía no han empezado a construirse. El texto avanza lentamente en los trámites europeos, y parece que sin ánimo de acelerar. El camino legislativo será largo, pero es importante sentar algunos principios sobre cómo trasladar un producto complejo como es el seguro al consumidor. Primero, deberíamos esperar a que Solvencia II no solo estuviera ya en vigor, sino contando con dos o tres años completos de experiencia de forma que se podría analizar si, a pesar de todo el esfuerzo, cabría algún refuerzo más en materia de protección al consumidor. Solo así podríamos de verdad perfeccionar la distribución, pero en todo caso, como principio general, al cliente debemos explicárselo todo, de una



manera sencilla y transparente, pero entendiendo que más información no supone mayor información, sino todo lo contrario, mayores costes que afectan al producto sin que el cliente, abrumado por tanta documentación, mejore su comprensión sobre el mismo. Somos los primeros interesados en simplificar nuestra amplia regulación y ofrecer al cliente productos transparentes que pueda entender antes de comprarlos porque es una garantía adicional para los objetivos de perseguir la fidelización y la baja litigiosidad. Un seguro bien vendido es una garantía también para el cliente, que conoce perfectamente lo que puede esperar, y exigir, de su cobertura aseguradora. En este sentido, desde Unespa hemos apoyado y favorecido la elaboración y posterior seguimiento voluntario de Guías de Autoregulación en el sector asegurador sobre determinadas materias como, entre otras, la transparencia en las comunicaciones con los asegurados, los seguros *unit-linked*, la contratación por *internet* o la más reciente sobre los seguros de protección de pagos.

UNA REFLEXIÓN FINAL SOBRE LOS NIVELES DE PRUDENCIA

Aunque ya han quedado dichas muchas cosas en el epígrafe de este artículo dedicado a los compromisos a largo plazo, nos gustaría terminarlo con algunas consideraciones, de carácter general, sobre la interrelación entre Solvencia II y la prudencia.

Hablando tan sólo del mercado asegurador español, ya nuestra primera ley de seguros, que data del año 1908, establecía unas primeras normas de prudencia, que fueron intensificadas dos décadas después y que, a partir de entonces, no han hecho más que perfeccionarse (lo cual ha tenido como consecuencia, en realidad, que el seguro de vida español no haya registrado ninguna quiebra de entidad en nuestra historia reciente). Contrariamente a lo que se pudiera pensar, pues, los aseguradores somos solidarios, más que comprensivos, con el principio de que la supervisión aseguradora debe estar presidida por

criterios de prudencia.

Sin embargo, Solvencia II es un cambio muy importante desde el punto de vista de la actividad aseguradora; pero también lo es, incluso más que para los operadores privados, para los supervisores. La función principal del supervisor sigue siendo velar por el correcto funcionamiento del mercado y por la protección de los clientes de seguro mediante la procura de una actividad solvente y capaz. Sin embargo, esta actividad pasa a estar basada en riesgos, lo cual quiere decir que ahora el supervisor no sólo podrá, sino que deberá, repartir las cargas de la prudencia de una forma ponderada de acuerdo con el perfil de riesgo de cada entidad.

Por decirlo de alguna manera, si los sistemas de solvencia estáticos, como pueda ser Solvencia I, son campañas de vacunación masivas; los sistemas dinámicos, como Solvencia II, están basados en consultas particulares en los que a cada individuo se le prescriben las vacunas que necesita, de forma distinta en cada caso.

Solvencia II admite, desde sus primeros pasos teóricos, que su nivel de exigencia debe de ser proporcional a la naturaleza, escala y complejidad del negocio. Esto no quiere decir exactamente, como se ha interpretado a menudo, que la proporcionalidad deba aplicarse a las entidades de pequeño tamaño. La aplicación o no de esquemas proporcionales debe responder a la naturaleza del negocio; como no puede ser de otra manera en un sistema basado en perfiles de riesgo.

En este punto, bien vale recordar que, a principios de siglo, cuando Solvencia II nació como idea y como percepción de la necesidad de realizar en el seguro un ejercicio parecido al que estaba haciendo Basilea en el negocio de crédito, uno de los principios generales que informaron el nacimiento del proceso es que nada que estuviese funcionando en el mercado debería ser seriamente obstaculizado, mucho menos impedido en su funcionamiento, por las nuevas reglas. Una norma muy racional, porque lo que existe, por definición, es solvente. Si no lo fuera, no existiría, y máxime después de un tornado finan-



ciero de escala 5 como el que hemos vivido recientemente.

Solvencia II debe arbitrar enfoques supervisores razonables, por ejemplo en lo referente a los compromisos a largo plazo, y esquemas adecuados para las entidades menos complejas, porque lo contrario sería contravenir esa regla primigenia de la que acabamos de hablar. Lo contrario sería abordar la reforma y el cambio de lo que no precisa ser reformado ni cambiado, con el riesgo de generar efectos procíclicos. No por casualidad este asunto de la prociclicidad no ha sido ajeno a los desarrollos analíticos de la propia EIOPA sobre Solvencia II.

Estas últimas líneas son, en sí, el mejor aval para el principio general que ya he formulado de que las cosas hay que hacerlas bien, mejor que hacerlas deprisa. El sector asegurador europeo tiene necesidad de un enfoque basado en riesgos, pero no urgencia. Elevar la fecha de entrada en vigor a la categoría de pie forzado sería un error porque, como esperamos haber esbozado en estas notas, con seguridad en el altar de la fecha objetivo acabaríamos sacrificando elementos del esquema que es muy deseable que, cuando lleguen a los boletines oficiales, estén sobrada y adecuadamente chequeados y hayan sido comprobados en su bondad.

Solvencia II debería acabar entrando en vigor como lo hacen esos grandes cambios de entorno informático en las organizaciones. De

un día para otro, el lenguaje que hablan los ordenadores cambia radicalmente; pero para el trabajador de cada puesto en la empresa, todo se reduce a marcharse un día, apagar el ordenador y, al día siguiente, encenderlo como cualquier otro día. En el corazón tecnológico de la empresa, muchas cosas habrán cambiado ese día; el software será más fiable, más potente, más rápido; pero eso el trabajador apenas lo nota, porque sigue haciendo las mismas cosas que hacía antes, de la misma forma. La única diferencia entre este ejemplo y Solvencia II es que el nuevo entorno asegurador exige, a través sobre todo de la gobernanza, que todo el mundo en la empresa, también ese ignoto trabajador, sea más consciente de la filosofía de gestión basada en riesgos, y aprenda a practicarla en su día a día. Pero, a pesar de esta diferencia, el símil nos sigue pareciendo válido. Sobre todo para el cliente, que no deja de ser el objetivo final de este análisis.

Para el cliente de seguros, Solvencia II no debería ser una preocupación sino un beneficio. Todo se ha hecho, y se hará, para él. Si al final todo se reconduce, Solvencia II le aportará, aun sin él darse cuenta, una mayor solidez, un producto más confiable. Un proveedor más sólido, dinámico, flexible, competitivo, y capaz.

En verdad, si no fuese así, cabría decir que el camino recorrido lo ha sido, de alguna manera, inútilmente.

3. AVANCES EN LA REGULACIÓN GLOBAL DE LAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO



EMIR, MIFIR Y DODD FRANK: UN NUEVO MARCO JURÍDICO PARA LOS DERIVADOS OTC

Emilio Díaz Ruiz/Pilar Lluesma Rodrigo
(Abogados Uría Menéndez)

1. INTRODUCCIÓN

En el marco de la crisis financiera que se inició en el año 2007, y de forma particular en relación con los derivados OTC, se puso de manifiesto la necesidad de una mayor transparencia y regulación de éstos, así como de las entidades participantes en los mercados OTC con el fin, por un lado, de limitar el riesgo excesivo y opaco que se tomaba a través de los derivados OTC y, de otro lado, de reducir el riesgo sistémico al que contribuían. Ello motivó que, en la cumbre de Pittsburgh de 26 de septiembre de 2009, los dirigentes del G-20 acordaran dentro de su programa los siguientes compromisos: (i) todos los contratos derivados OTC estandarizados deberían compensarse a través de una entidad de contrapartida central (ECC); (ii) todos los contratos de derivados OTC que no fueran compensados debían estar sujetos a mayores requisitos de capital; (iii) todos los contratos derivados OTC debían notificarse a un registro de operaciones y (iv) todos los contratos derivados OTC debían ser negociados en mercados o plataformas electrónicas. Estos compromisos fueron reiterados en la cumbre del G-20 en Toronto en junio de 2010 junto con el de acelerar su puesta en marcha de manera coherente y no discriminatoria a escala internacional. Finalmente, en la Cumbre del G-20 en Cannes de 2011 se acordó adicionalmente el establecimiento de requerimientos de garantías para aquellos derivados OTC que no hubieran sido objeto de compensación, haciéndose un llamamiento a los regulado-

res internacionales para el desarrollo y la realización de consultas sobre el establecimiento de estándares globales sobre dichos requerimientos de garantías.

En respuesta a los mencionados compromisos del G-20, se tomaron una serie de iniciativas legislativas tanto en el ámbito europeo como en el americano. En Estados Unidos estas iniciativas se han plasmado en una única norma, la denominada Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act¹ («**Ley Dodd-Frank**») que fue aprobada y firmada por el Presidente Obama el 21 de julio de 2010. En el caso de la Unión Europea, a diferencia de lo que ocurre en Estados Unidos, se ha abordado la modificación de la legislación europea de forma progresiva y a través de dos normas diferenciadas, el ya aprobado Reglamento 648/2012 relativo a los derivados extrabursátiles, entidades de contrapartida central y los registros de operaciones («**Reglamento EMIR**»)² y la propuesta de Reglamento relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento EMIR («**MIFIR**»)³.

¹ http://www.cnmv.es/Portal/~/_verDoc.axd?t={eb53fb19-5e09-462e-b700-a89a57c0aa20}.

² Reglamento (UE) N° 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de julio de 2012 relativo a los derivados extrabursátiles, entidades de contrapartida central y los registros de operaciones. DOUE L 201 de 27.07.2012, p.1-59.

³ Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento [EMIR] relativo a los derivados OTC, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, COM(2011) 652 final, Bruselas, 20.10.2011.

El Reglamento EMIR aborda las obligaciones de compensación y de comunicación de los derivados OTC, así como los requerimientos de capital y garantías exigibles a los derivados OTC no compensados, mientras que la propuesta MIFIR aborda la exigencia de negociación de los derivados OTC. El *iter* legislativo seguido en el ámbito comunitario tiene sentido al dar prioridad a la compensación centralizada y la comunicación de las operaciones sobre la obligación de negociación de los derivados OTC, ya que las primeras están íntimamente ligadas a la mitigación del riesgo sistémico, principal objetivo del G-20 tras la crisis financiera de finales de los 80, mientras que las segundas están mayormente relacionadas con la transparencia, integridad y eficiencia.

En este trabajo analizaremos en primer lugar el contenido del Reglamento EMIR, y en particular, dado que las ECC y los registros de operaciones serán objeto de análisis en otro trabajo de este Observatorio 2013, nos centraremos en el análisis de las tres obligaciones principales que se derivan del Reglamento EMIR, a saber, la compensación de los derivados OTC, la aplicación de técnicas de reducción de riesgo a los derivados OTC no compensados y la notificación de los contratos derivados a los registros de operaciones. En segundo lugar, trataremos aquellos aspectos de MIFIR relacionados con los derivados OTC, para finalizar con un análisis comparativo entre la mencionada normativa europea y la Ley Dodd-Frank.

2. REGLAMENTO EMIR

2.1. *NORMAS DE DESARROLLO Y EJECUCIÓN. ENTRADA EN VIGOR*

Transcurrieron casi dos años desde que el 15 de septiembre de 2010 se publicara la primera propuesta de la Comisión Europea sobre el Reglamento EMIR hasta que tuvo lugar su aprobación por el Parlamento y el Consejo, el 3 y 4 de julio de 2012, respectivamente.

A pesar de que el Reglamento EMIR entró en vigor el 16 de agosto de 2012 y que como cualquier otro reglamento comunitario resulta de aplicación directa en todos los Estados miembros, lo cierto es

que las obligaciones previstas en el mismo requerirán su desarrollo a través de las denominadas normas técnicas de ejecución y de desarrollo cuya elaboración corresponde a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) para su posterior aprobación por la Comisión Europea⁴.

A este respecto, a finales de septiembre de 2012, ESMA y la Autoridad Europea Bancaria (EBA) presentaron a la Comisión tres proyectos de normas técnicas de ejecución y seis proyectos de normas técnicas de desarrollo. Los nueve proyectos fueron aprobados por la Comisión sin modificaciones en diciembre de 2012, si bien las normas técnicas de desarrollo, requerían además la no oposición del Parlamento y el Consejo.

Así pues, el 21 de diciembre de 2012 se publicó en el Diario Oficial de la Unión Europea (DOUE) los tres reglamentos de ejecución siguientes:

- (i) Reglamento de ejecución (UE) n° 1247/2012, por el que se establecen normas técnicas de ejecución relativas al formato y la frecuencia de las notificaciones de las operaciones a los registros de operaciones («**Reglamento de Ejecución 1247/2012**»)⁵.
- (ii) Reglamento de ejecución (UE) n° 1248/2012, por el que se establecen normas técnicas de ejecución relativas al formato de las solicitudes de inscripción de los registros de operaciones («**Reglamento de Ejecución 1248/2012**»)⁶.
- (iii) Reglamento de ejecución (UE) n° 1249/2012, por el que se establecen normas técnicas de ejecución relativas al formato de la información que deben conservar las entidades de contrapartida central («**Reglamento de Ejecución 1249/2012**»)⁷.

Los citados reglamentos de ejecución entraron en vigor a los 20 días de su publicación, aun-

⁴ El Reglamento EMIR ha sido modificado por el 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: se han añadido 4 nuevos artículos de aplicación a las ECC.

⁵ DOUE L 352 de 21.12.2012, p. 20-29.

⁶ DOUE L 352 de 21.12.2012, p. 30-31.

⁷ DOUE L 352 de 21.12.2012, p. 32-39.



que los mismos sólo serían efectivos una vez que las normas técnicas de desarrollo asociadas a los mismos entraran en vigor, ya que éstas últimas debían complementar las disposiciones de los reglamentos de desarrollo.

Asimismo, y por lo que respecta a las normas técnicas de desarrollo, el 7 de febrero de 2013, el Parlamento Europeo y el Consejo aprobaron los seis reglamentos delegados que se indican a continuación y que fueron publicados en el DOUE el 23 de febrero de 2013:

- (i) Reglamento Delegado (UE) n° 148/2013 que complementa el Reglamento Emir en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre los elementos mínimos de los datos que deben notificarse a los registros de operaciones («**Reglamento Delegado 148/2013**»)⁸.
- (ii) Reglamento delegado (UE) n° 149/2012 que complementa el Reglamento EMIR en lo que atañe a las normas técnicas de regulación relativas a los acuerdos de compensación indirecta, la obligación de compensación, el registro público, el acceso a la plataforma de negociación, las contrapartes no financieras y las técnicas de reducción del riesgo aplicables a los contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una entidad de contrapartida central («**Reglamento Delegado 149/2013**»)⁹.
- (iii) Reglamento delegado (UE) n° 150/2012 que complementa el Reglamento EMIR en lo que atañe a las normas técnicas de regulación que especifican los pormenores de la solicitud de inscripción como registro de operaciones («**Reglamento Delegado 150/2013**»)¹⁰.
- (iv) Reglamento delegado (UE) n° 151/2012 que complementa el Reglamento EMIR en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican los datos que los registros de operaciones habrán de publicar y mantener disponibles y las normas

operativas para la agregación y comparación de los datos y el acceso a los mismos («**Reglamento Delegado 151/2013**»)¹¹.

- (v) Reglamento delegado n° 152/2012 que complementa el Reglamento EMIR en lo que atañe a las normas técnicas de regulación relativas a los requisitos de capital de las entidades de contrapartida central («**Reglamento Delegado 152/2013**»)¹².
- (vi) Reglamento delegado n° 153/2012 que complementa el Reglamento EMIR en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación relativas a los requisitos que deben cumplir las entidades de contrapartida central («**Reglamento Delegado 153/2013**»)¹³.

Finalmente, el 13 de septiembre de 2013, se publicó en el DOUE el reglamento Delegado (UE) n° 876/2013, de 28 de mayo, que compelta el Reglamento EMIR en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación relativas a los colegios de entidades de contrapartida central.

A pesar de la importante cantidad de normas de desarrollo que ya han sido adoptadas en el marco del Reglamento EMIR, todavía quedan pendientes de adopción algunas de las normas técnicas reglamentarias más relevantes y que indicamos a continuación:

- (i) Aplicación de la obligación de compensación a entidades establecidas en terceros países: la determinación de cuáles son los contratos que celebrados por entidades establecidas fuera de la Unión Europea han de considerarse como contratos con efecto directo, importante y predecible dentro de la Unión Europea, o los casos en los que sea necesario o adecuado evitar la elusión de cualquier disposición del Reglamento EMIR¹⁴.
- (ii) Determinación de la categoría de derivados a los que resulta de aplicación la obligación de compensación y la fecha o fechas en que

⁸ DOUE L 52 de 23.2.2013, p.1-10.

⁹ DOUE L 52 de 23.2.2013, p.11-24.

¹⁰ DOUE L 52 de 23.2.2013, p.25-32.

¹¹ DOUE L 52 de 23.2.2013, p.33-36.

¹² DOUE L 52 de 23.2.2013, p.37-40.

¹³ DOUE L 52 de 23.2.2013, p.41-74.

¹⁴ Artículo 4.4 del Reglamento EMIR.

empieza a surtir efecto la obligación de compensación, incluidas cualquier implantación gradual y las categorías de contrapartes a las que se aplica la obligación¹⁵.

- (iii) Algunas de las técnicas de reducción de mitigación del riesgo aplicables a los derivados OTC no compensados por una ECC¹⁶. En concreto, quedan pendientes las normas técnicas reglamentarias que deben especificar: a) los procedimientos de gestión del riesgo, incluidos los niveles y tipos de garantía y los mecanismos de segregación necesarios; b) el nivel de capital necesario; c) los procedimientos que han de seguir las contrapartes y las autoridades competentes pertinentes a la hora de aplicar las exenciones a las operaciones intragrupos; y d) los criterios aplicables a que se refieren los apartados 5 a 10 del artículo 11 con indicación, en particular, de lo que debe considerarse un impedimento práctico o jurídico para la rápida transferencia de fondos propios o el reembolso de pasivos entre las contrapartes.

En definitiva, la combinación, de una parte, del periodo de seis meses desde la entrada en vigor de las correspondientes normas de desarrollo (i.e. a contar desde el 15 de marzo de 2013) para solicitar la autorización por parte de las ECC y de los registros de operaciones ya existentes en los Estados miembros, y los plazos de 6 y 2 meses respectivamente para su posterior aprobación, y de otra parte, la falta de adopción de algunas normas técnicas reglamentarias de importancia, tiene como resultado que a la fecha de este trabajo (septiembre 2013), resulten de obligado cumplimiento desde el 15 de marzo de 2013 las siguientes obligaciones previstas en el Reglamento EMIR:

¹⁵ Artículo 5.2 del Reglamento EMIR. El proyecto de normas técnicas a elaborar por ESMA únicamente podrá iniciarse dentro de los seis meses siguientes a la recepción por ESMA de una notificación de autorización o reconocimiento de una entidad de contrapartida central y tras llevar a cabo la misma una consulta pública y consultar a la Junta Europea de Riesgos Sistémicos (JERS), y en su caso, a las autoridades competentes de terceros países.

¹⁶ Artículo 11 del Reglamento EMIR.

- (i) la confirmación oportuna, por medios electrónicos caso de disponerse de ellos, de los términos del contrato de derivado OTC;
- (ii) la valoración diaria a precio de mercado, o mediante un modelo fiable y prudente, de los contratos pendientes;
- (iii) la notificación a ESMA y a la autoridad que resulte competente por las contrapartes no financieras de la toma de posiciones que superen los umbrales de compensación establecidos en el artículo 11 del Reglamento Delegado 149/2013; y
- (iv) la notificación mensual por las contrapartes financieras a la autoridad competente del número de operaciones con derivados OTC que no hayan sido confirmados y que lleven más de cinco días hábiles pendientes de confirmación. Dicha notificación deberá ser realizada únicamente a requerimiento de la autoridad competente, pero las entidades financieras deberán estar dotadas del procedimiento necesario a tal efecto.

Igualmente, desde el 15 de septiembre de 2013, resultan de obligado cumplimiento las siguientes técnicas de mitigación de riesgos:

- (i) conciliación y compresión de carteras, y
- (ii) identificación, seguimiento y resolución de litigios.

Por otro lado, no existe certeza alguna en cuanto a la fecha en la que resultará exigible el cumplimiento de la obligación de compensación de los derivados OTC a través de una ECC, dado que no existe todavía ninguna autorizada, requisito previo necesario a la compensación, ni en cuanto a la aplicación de algunas de las técnicas de mitigación de riesgo para los derivados OTC que no estén sujetos a compensación, así como respecto a la notificación de los contratos de derivados a los registros de operaciones.

No obstante lo anterior, el siguiente cuadro elaborado por ESMA resume las posibles fechas alternativas de entrada en vigor de la obligación de compensación y comunicación a los registros de operaciones.



EMIR Calendario orientativo – Última actualización: 13-Septiembre-2013	
■ Conocido ■ Posible ■ Máximo	
	Publicación de los Reglamentos Delegados en el DOUE 23-Feb-13
	A: Entrada en vigor 15-Mar-13
ECC	B: ECC solicitud de autorización [A+6 meses] 15-Sep-13
	C: ANC autoriza ECC [B + [x] ¹ +6 meses] 15-Oct-13² 15-Mar-14
OTC	Notificación de la obligación de compensación según art. 5 [inmediatamente después de C] 16-Oct-13 16-Mar-14
	ESMA presenta el proyecto de normas técnicas reglamentarias (RTS) sobre la obligación de compensación [C+ 6 meses] 16-Oct-13 16-Sep-14
RO	D: RO remiten solicitud de autorización a ESMA [=A] 15-Mar-13
	E: La adopción de una decisión sobre el registro de RO 07-Nov-13³
	Inicio de las notificaciones a RO (derivados de tipo de interés y de crédito) si existe un RO inscrito para dicha categoría [E+5 días hábiles ⁴ + 90 días hábiles] 12-Feb-14⁵
(1) [x] es el tiempo necesario para la íntegra resolución de la solicitud enviada por ECC a ANC. (2) Sobre la base de la información disponible hasta el momento, la mejor estimación de la ESMA es que la primera autorización de CCP no es probable que tenga lugar antes del 15 de Octubre del 2013. Esto no debe entenderse en el sentido de que cualquier autorización necesariamente se otorgará el 15 de Octubre de 2013. (3) Sobre la base de la información disponible hasta el momento, la mejor estimación de la ESMA es que la adopción de la decisión de registro de la primera RO(s) no es probable que tenga lugar antes del 7 de noviembre de 2013. Esto no debe entenderse en el sentido de que la decisión de registro se adoptará necesariamente el 7 de noviembre de 2013. La fecha exacta en la cual se adoptó la decisión de registro dependerá de la integridad de la aplicación de la TR y su conformidad con las disposiciones EMIR. (4) La decisión de inscripción tiene efecto el quinto día siguiente a su adopción. (5) La fecha de inicio de las notificaciones dependerá de la fecha efectiva de la inscripción de la primer aRO(s).	

2.2. OBLIGACIÓN DE COMPENSACIÓN LOS DERIVADOS OTC

El artículo 4 del Reglamento EMIR establece la obligación de compensación de todos los contratos de derivados extrabursátiles¹⁶ (i.e. derivados OTC) pertenecientes a una determinada categoría que cumplan con determinadas condiciones objetivas y subjetivas.

¹⁷ Art. 2.7: Contrato de derivado extrabursátil es cualquier contrato de derivados cuya celebración no tiene lugar en un mercado regulado o en un mercado de un tercer país que se considere equivalente a un mercado regulado. En este sentido, ESMA en los Q&A sobre el Reglamento EMIR de fecha 20 de marzo de 2012 ha aclarado que una derivado negociado en un sistema multilateral de negociación debe entenderse que es un contrato de derivado OTC y que lo relevante a los efectos de la calificación como OTC de un derivado es su lugar de celebración con independencia de que las características puedan ser comunes a los de los derivados ejecutados en un mercado organizado. De igual forma los derivados negociados en mercados organizados no comunitarios deben considerarse como derivados OTC.

1. Condiciones subjetivas

La compensación resulta obligatoria tanto para los contratos derivados OTC celebrados por contrapartes financieras¹⁸ como no financieras establecidas en la Unión Europea, si bien respecto a estas últimas únicamente en el caso de su posición media a lo largo de 30 días hábiles haya superado los umbrales establecidos en el artículo 11 del Reglamento Delegado 149/2013¹⁹. Superado

¹⁸ El artículo 2.8 del Reglamento EMIR define como contraparte financiera una empresa de inversión, una entidad de crédito, una empresa de seguros, una empresa de reaseguros, un OICVM, y su sociedad de gestión, un fondo de pensiones de empleo y un fondo de inversión alternativo gestionado por GFIA autorizados o registrados.

¹⁹ El umbral, en el que deben quedar incluidos todos los contratos derivados OTC suscritos por una contraparte no financiera y/o por otras contrapartes no financieras pertenecientes al mismo grupo, ha quedado fijado en los siguientes términos: a) 1.000 millones EUR de valor nominal bruto para los contratos de derivados OTC sobre crédito; b) 1.000

dicho límite por la contraparte no financiera, ésta deberá notificarlo inmediatamente a ESMA y a su autoridad competente²⁰ y deberá llevar a cabo la compensación de todos los derivados OTC en el plazo de los cuatro meses siguientes²¹.

Nos gustaría hacer dos consideraciones sobre el tratamiento diferenciado recibido por las contrapartes no financieras en atención a dichos umbrales. En primer lugar, entendemos que las razones que justificarían la exención de compensación a las contrapartes no financieras que no excedan los citados umbrales serían, de un parte, que las mismas no suponen un riesgo sistémico, y de otra parte, que los aspectos económicos y operativos de la compensación afectarían negativamente su capacidad de cobertura.

En segundo lugar, hay que destacar la importancia determinante que para las contrapartes no financieras tiene el cálculo de los umbrales citados. En este sentido, ESMA ya ha manifestado en su Q&A que es la contraparte no financiera la que está obligada a determinar su estatus en relación con dichos umbrales, si bien las contrapartes financieras con las que negocian deben obtener de las contrapartes no financieras una declaración sobre dicho estatus, aunque no se espera que lleven a cabo verificaciones sobre dichas declaraciones y que pueden confiar en las mis-

millones EUR de valor nominal bruto para los contratos de derivados OTC sobre renta variable; c) 3.000 millones EUR de valor nominal bruto para los contratos de derivados extrabursátiles sobre tipos de interés; d) 3.000 millones EUR de valor nominal bruto para los contratos de derivados OTC sobre divisas y e) 3.000 millones EUR de valor nominal bruto para los contratos de derivados OTC sobre materias primas y otros contratos de derivados OTC no especificados en las letras a) a d). No obstante, debe tenerse en cuenta que en el cómputo de dicho umbral no deben tenerse en cuenta aquellos contratos derivados OTC que reducen de una manera objetivamente mensurable los riesgos relacionados directamente con la actividad comercial o la actividad de financiación de tesorería de la contraparte no financiera o de su grupo (ver artículo 10 del Reglamento Delegado 149/2013), pero si las operaciones intragrupo que no tengan dicha finalidad de cobertura (ver pregunta II.9 de los FAQ de la Comisión Europea de 8 de febrero de 2013).

²⁰ Debe tenerse en cuenta que esta obligación de notificación ya entró en vigor a partir del 15 de marzo de 2013.

²¹ ESMA ha aclarado en sus Q&A que para el cálculo del umbral en las operaciones intragrupo deberá tenerse en cuenta ambos lados del contrato de derivado OTC, es decir, el doble del nominal del contrato.

mas salvo que dispongan de información que claramente demuestre que dichas representaciones sean incorrectas.

Es justamente con el fin de conocer el status de las contrapartes que celebran un contrato derivado OTC y por tanto la obligación, en su caso, de compensación, por lo que ISDA recientemente (8 de marzo de 2013) ha publicado el «*ISDA 2013 EMIR NFC Representation Protocol*» que modificará los acuerdos ISDA con tal propósito. Aquellos que se adhieran a este protocolo, deberán llevar a cabo en cada uno de los contratos derivados que realice una manifestación sobre su condición de contraparte financiera (CF), contraparte no financiera sujeta a la obligación de compensación (CNF+) o contraparte no financiera no sujeta a la obligación de compensación (CNF)²².

²² De conformidad con dicho protocolo pueden darse los siguientes escenarios. (I) Si la transacción subyacente era elegible para compensación: (a) Si el plazo para la compensación no ha vencido, las partes deberán hacer todos los esfuerzos razonablemente posibles para modificar la transacción o cualesquiera otras acciones que faciliten la compensación antes del plazo legal. Nótese que esto podría implicar que una de las partes haga un «Balancing Payment» a la otra parte de modo que queden cubiertas las diferencias de precio (si existen) que afloren del cambio de condiciones entre compensación y no-compensación. (b) Si el plazo para la compensación ha vencido sin que tenga lugar la compensación, las consecuencias dependerán fundamentalmente de si las partes habían acordado un contrato separado de ejecución y de give up que trate las razones concretas por las que la compensación no tuvo lugar en ese momento. Si es así, ese contrato determinará las consecuencias derivadas de la falta de compensación. Si no, tendrá lugar un Additional Termination Event. (II) Si la transacción subyacente no era elegible para compensación: En este caso, las partes deberán hacer todos los esfuerzos razonablemente posibles para modificar la transacción o cualesquiera otras acciones necesarias para cumplir con normas técnicas reglamentarias de mitigación de riesgo de EMIR (los «RTS de Mitigación del Riesgo»). Esto deberá ser cumplido en la más lejana de las siguientes fechas: (i) 6 días hábiles desde la fecha en que las partes conocieron que la representación original era incorrecta, y (ii) el final del plazo otorgado a las partes que eran CNF (y por tanto no sujetas a los RTS de Mitigación del Riesgo), pero que han pasado a ser CF o CNF+ (y han pasado a estar sujetos a los ETL de Mitigación del Riesgo). Podría devengarse un «Balancing Risk Mitigation Payment Amount» de una de las partes a la otra para reflejar las diferencias de precio (si existen) que resulten del cumplimiento de los ETL de Mitigación del Riesgo. Si las partes no son capaces de cumplir con los ETL de Mitigación del Riesgo antes del plazo aplicable, darán lugar a un Additional Termination Event. Si se da un Additional Termination Event: (i) la parte que haya hecho la representación incorrecta sobre su estatus como NCF será considerada como «Parte Afecta-



Con el mismo, propósito, en septiembre de 2013, la AEB ha publicado la «Novación Modificativa del Contrato Marco de Operaciones Financieras para su Adaptación al Reglamento EU 648/2012 (EMIR)»

De igual forma, la obligación de compensación tiene efectos extraterritoriales, y en este sentido resulta igualmente de aplicación en los siguientes casos:

- (i) contratos de derivados OTC celebrados entre una parte financiera o no financiera que supere los citados umbrales de compensación establecidas en la Unión Europea y una entidad establecida en un tercer país que habría quedado sujeta a la obligación de compensación de haber estado establecida en la Unión, o
- (ii) contratos de derivados OTC celebrados entre dos entidades establecidas en uno o más terceros países que habrían quedado sujeta a la obligación de compensación de haber estado establecidas en la Unión, siempre que el contrato tenga un efecto directo, importante y predecible dentro de la Unión Europea, o los casos en los que sea necesario o adecuado evitar la elusión de cualquier disposición del Reglamento EMIR²³.

da» a los efectos del Contrato Marco ISDA. (ii) ambas partes serán consideradas «Partes Afectadas» a los efectos de la sección 6(b)(iv) del Contrato Marco ISDA, y los pagos por vencimiento anticipado se calcularán sobre la base de que: Ninguna de las Partes Afectadas estaban sujetas a la obligación de compensación (sea o no el caso); y se aplicará «Loss». Ni la representación incorrecta sobre el estatus como CNF ni la falta de adopción por una de las partes de las medidas para la modificación de una transacción constituirán un Event of Default del Contrato Marco ISDA subyacente. Asimismo, la falta de modificación de la operación por una de las partes no evitará que pueda designar una Fecha de Vencimiento Anticipado como consecuencia de una Additional Termination Event bajo el Protocolo EMIR.

²³ En este sentido, el 7 de febrero de 2013, se publicó una carta dirigida por la Comisión Europea a ESMA en la que se requería a ésta a que proporcionara su asesoramiento técnico sobre equivalencia de terceros países respecto de los requisitos establecidos en los artículos 4, 9, 10 y 11 del Reglamento EMIR en relación con Japón y USA el 15 de junio de 2013 y respecto al resto de los países el 15 de julio de 2013. De 3 de septiembre de 2013, ESMA ha hecho público que USA y Japón son equivalentes a efectos de compensación.

Como ya hemos indicado anteriormente, cuándo un contrato de derivado OTC de una entidad establecida en un tercer país tiene efecto directo, importante y predecible está pendiente de ser determinado a través de la oportuna norma técnica reglamentaria a aprobar por la Comisión a propuesta de ESMA, por lo que en principio y hasta que se produzca la entrada en vigor de la misma, los derivados OTC celebrados por dos entidades no establecidas en la Unión Europea no estarían sujetos a la obligación de compensación.

2. Condiciones objetivas

Sólo estarán sujetos a la obligación de compensación las categorías de derivados OTC determinados por la Comisión Europea en los correspondientes reglamentos delegados que apruebe sobre la propuesta de ESMA.

Con el propósito de determinar dichas categoría de derivados, el artículo 5 del Reglamento EMIR prevé dos procedimientos:

- (i) Ascendente (*bottom-up approach*): las autoridades nacionales notifican a ESMA la autorización de una ECC para una determinada categoría de derivados OTC²⁴ y ESMA, en un plazo de seis meses, y tras haber realizado una consulta pública y consultar a la JERS, presentará para su posterior aprobación por la Comisión el correspondiente proyecto de norma técnica reglamentaria en el que determinará la categoría de derivados sujetos a compensación y la fecha a partir de la cual empie-

²⁴ El Capítulo III del Reglamento Delegado 149/2013 establece los datos que deben incluirse en la notificación a realizar por las autoridades nacionales. En dicha notificación no sólo se incluirán datos relativos a la categoría de los derivados OTC, sino también los datos pertinentes para determinar la fecha o fechas a partir de las cuales surtirá la obligación de compensación y las categorías de contrapartes a las que se aplicará la obligación de compensación y la información relativa al grado de normalización de los términos contractuales y de los procesos operativos correspondientes a dicha categoría de derivados.

za a surtir efecto dicha obligación²⁵. Esta última fecha se ha retrasado hasta el 16 de octubre de 2013.

Con el fin de acelerar el procedimiento, las autoridades nacionales deberán notificar a ESMA en el plazo de un mes a contar desde el 15 de marzo de 2013 las ECC de derivados OTC existentes en sus respectivas jurisdicciones²⁶, de tal forma que en el segundo trimestre de 2013 ESMA estaría en condiciones de iniciar la evaluación de las categorías derivados OTC compensables.

- (ii) Descendente (*top-down approach*): la iniciativa corresponde a ESMA que es quien, tras haber realizado una consulta pública y consultar a la JERS, notificará a la Comisión la categoría de derivados sujetos a compensación, sin que haya habido respecto a los mismos ninguna autorización de una ECC por las autoridades nacionales.

A la fecha del presente trabajo (septiembre 2013), no ha tenido lugar ninguna autorización del ECC y la fecha más temprana en que podría tener lugar sería el 15 de octubre de 2013. En este sentido, cabe señalar que las notificaciones para obtener la autorización como EEC en la práctica entrañan una gran dificultad dado el volumen de información que debe proporcionarse por las autoridades nacionales a la ESMA conforme a lo dispuesto en el artículo 6 del Reglamento Delegado 149/2013²⁷.

²⁵ Capítulo IV del Reglamento Delegado 149/2013 especifica en mayor medida los criterios que deberá evaluar ESMA para determinar la categoría de derivados OTC en relación con: a) el grado de normalización de los términos contractuales y los procesos operativos de la categoría pertinente de derivados OTC; b) el volumen y la liquidez de la categoría pertinente de derivados OTC; y c) la disponibilidad de información imparcial, fiable y generalmente aceptada sobre precios en la categoría pertinente de derivados OTC.

²⁶ Art. 89.5 del Reglamento EMIR.

²⁷ El Director Ejecutivo de ESMA, Verena Ross, en la ICI Global Trading and Market Structure Conference, el 4 de diciembre de 2012, manifestó que de acuerdo con las proyecciones realizadas por ESMA, la primera obligación de compensación se aplicaría a partir del verano de 2014.

3. Exenciones a la compensación

El artículo 4.2 del Reglamento EMIR exceptúa de la obligación de compensación a los contratos de derivados OTC que constituyan operaciones intragrupo²⁸ de conformidad con lo previsto en el artículo 3 del mismo Reglamento, siempre que las partes establecidas en la Unión Europea hayan notificado previamente por escrito a sus respectivas autoridades competentes²⁹ que tienen intención de acogerse a dicha exención con 30 días naturales de antelación al uso de la misma. No obstante, las operaciones intragrupo que se beneficien de la exención quedarán sujetas a las técnicas de reducción de riesgos previstas en el artículo 11 del Reglamento EMIR.

Por otro lado, el artículo 89 del Reglamento EMIR establece con carácter transitorio, hasta el 15 de agosto de 2015, la exención de compensación a favor de los sistemas de planes de pensiones en relación con los contratos OTC que reduzcan de una manera objetivamente mensurable el riesgo de inversión relacionados con su solvencia financiera. En cualquier caso, dichos contratos OTC quedarán sujetos durante el periodo de exención a los requisitos establecidos en el artículo 11 del Reglamento EMIR.

4. Acuerdos de compensación indirecta

Las contrapartes sujetas a la obligación de compensación deberán hacerlo a través de una ECC que haya sido autorizada o reconocida, en el caso de ECC de terceros países³⁰, de conformidad con lo previsto en los artículos 14 y 25, respectivamente, del Reglamento EMIR. A tal efecto, la contraparte deberá ser un miembro compensa-

²⁸ El artículo 18 del Reglamento Delegado 147/2013 establece los datos que debe contener la notificación a la autoridad nacional competente.

²⁹ El artículo 3 del Reglamento EMIR define qué debe entenderse por operación intragrupo tanto en el caso de contrapartes no financieras como contrapartes financieras.

³⁰ El 3 de septiembre de 2013 ESMA publicó su recomendación a la Comisión Europea en cuanto al reconocimiento de ECC de terceros países y ha reconocido la equivalencia de las ECC de USA, Japón, Hong Kong y Singapur.



dor o cliente de la ECC o establecerá un acuerdo de compensación indirecta³¹ con un miembro compensador.

El Reglamento Delegado 149/2013 regula detalladamente los acuerdos de compensación indirecta en los siguientes términos:

A) Estructura de los acuerdos de compensación indirecta

El artículo 2 del Reglamento Delegado 149/2013 no sólo permite que un miembro compensador de una ECC pueda facilitar acuerdos de compensación indirecta a sus clientes, sino que éstos puedan a su vez prestar servicios de compensación indirecta a uno o varios de sus clientes, siempre que el cliente del miembro compensador sea una entidad de crédito o empresa de servicio de inversión autorizada, o una entidad de crédito o empresa de servicio de inversión equivalente de un tercer país.

A tal efecto, el cliente del miembro compensador y el cliente indirecto suscribirán un acuerdo contractual de compensación indirecta, previa consulta al miembro compensador sobre los aspectos que puedan afectar a sus operaciones.

B) Obligaciones de las ECC

Las ECC tendrán las siguientes obligaciones en relación con los acuerdos de compensación indirectos:

- (i) deben realizarse en condiciones comerciales razonables;
- (ii) a petición del miembro compensador, deberá conservar documentación y cuentas separadas que permitan a cada cliente distinguir, en las cuentas de la ECC, sus activos y posiciones de

los activos y posiciones mantenidos por cuenta de sus clientes indirectos³².

- (iii) Identificar, controlar y gestionar todo riesgo importante derivado de los acuerdos de compensación indirecta que pueda afectar a la resistencia de la ECC.

C) Obligaciones de los miembros compensadores

Los miembros compensadores tendrán frente a sus clientes las mismas obligaciones que las ECC y además las siguientes obligaciones:

- (i) Establecer procedimientos para gestionar el incumplimiento de un cliente que preste servicios de compensación indirecta.
- (ii) Establecer procedimientos que prevengan una rápida liquidación de los activos y posiciones de los clientes indirectos y les permitan pagar todos los importes adeudados a los clientes indirectos como consecuencia del incumplimiento del cliente.

D) Obligaciones de los clientes

Los clientes que presten a su vez servicios de compensación indirecta deberán:

- (i) Conservar la documentación y cuentas separadas que les permitan diferenciar sus propios activos y posiciones de los de sus clientes indirectos;
- (ii) Explicar los mecanismos de transferencia de las posiciones y cuentas de los clientes indirectos a otro cliente.
- (iii) Solicitar al miembro compensador que abra una cuenta separada en la ECC con el objeto exclusivo de mantener los activos y posiciones de sus clientes indirectos.

³¹ El artículo 1.b) del Reglamento Delegado 149/2013 define el acuerdo de compensación indirecta como el conjunto de relaciones contractuales entre la entidad de contrapartida central (ECC), el miembro compensador, el cliente de un miembro compensador y el cliente indirecto que permite al cliente de un miembro compensador prestar servicios de compensación a un cliente indirecto.

³² Este requisito se considera satisfecho si a) los activos y posiciones se contabilizan en cuentas separadas; b) no se pueden compensar posiciones consignadas en cuentas diferentes; c) los activos que cubren las pérdidas consignadas en una cuenta no están expuestos a pérdidas vinculadas a posiciones consignadas en otra cuenta.

- (iv) Proporcionar al miembro compensador información suficiente para identificar, controlar y gestionar todo riesgo derivado de la compensación indirecta, facilitándole toda la información en obre en su poder en caso de incumplimiento del cliente.

2.3. TÉCNICAS DE MITIGACIÓN DE RIESGOS

El artículo 11 del Reglamento EMIR establece que tanto las contrapartes financieras como las no financieras en relación con los contratos derivados OTC no compensados en una ECC velarán con la diligencia debida por instaurar procedimientos y mecanismos adecuados para medir, controlar y reducir el riesgo operativo y el riesgo de crédito de la contraparte. Dichos procedimientos y mecanismos son los siguientes:

Tipo de Derivado	Hasta 28/2/2014	Después 28/2/2014	Hasta 31/8/2013	31/8/2013 y 31/0/2014	Después 31/8/2014
De crédito y tipos de interés	T+2	T+1			
Otros			T+3	T+2	T+1

T: Fecha de ejecución

Los plazos de confirmación para contratos derivados OTC con contrapartes no financieras

a) Confirmación oportuna³³

La confirmación se define en el artículo 1.c) del Reglamento Delegado 149/2013 como la documentación del acuerdo de las contrapartes con todas las condiciones de un derivado OTC. En este sentido, ESMA ha aclarado que para cumplir con dicho requerimiento ambas partes deben alcanzar un acuerdo legalmente vinculante en todos los términos y condiciones del contrato de derivado OTC, y que ambas partes deben cumplir con ello y haber establecido previamente el proceso específico para hacerlo.

La confirmación debe realizarse por medios electrónicos cuando los mismos estén disponibles, y de lo contrario puede realizarse mediante fax, carta o emails.

Los plazos de confirmación para contratos derivados OTC entre contrapartes financieras o con contrapartes no financieras que hayan alcanzado el umbral de compensación son los siguientes:

que no hayan alcanzado el umbral de compensación son los siguientes:

Tipo de Derivado	Hasta 31/8/2013	31/8/2013 y 31/8/2014	Después 31/8/2014
De crédito y tipos de interés	T+5	T+3	T+2
Otros	T+7	T+4	T+2

La obligación de confirmación entró en vigor al mismo tiempo de la entrada en vigor del Regla-

mento Delegado 149/2007, es decir, el 15 de marzo de 2013³⁴.

³³ Ver artículo 12 del Reglamento Delegado 149/2013.

³⁴ Es de destacar la modificación al contrato ISDA («Timely Confirmation Amendment Agreement») que ha publica-



b) Conciliación de carteras³⁵

La conciliación de carteras permite contribuir a reducir los riesgos en la medida en que permite llevar a cabo un análisis exhaustivo de la cartera de operaciones desde el punto de vista de su contraparte con el objeto de identificar rápidamente cualquier interpretación errónea en las condiciones esenciales de las operaciones. Estas condiciones deben incluir la valoración de cada operación y pueden incluir otros datos relevantes, como fecha efectiva, la fecha de vencimiento prevista, las fechas de pago o liquidación, el valor nominal del contrato y la divisa de la operación, el instrumento subyacente, la posición de las contrapartes, la convención sobre días hábiles y cualquier tipo fijo o variable del contrato OTC³⁶.

El artículo 13 del Reglamento Delegado 149/2013 establece que las contrapartes de un contrato derivado OTC deberán, con anterioridad a la suscripción del contrato, comprometerse por escrito o por medios electrónicos sobre las modalidades de conciliación de las carteras. Dicha conciliación podrá realizarse por las propias contrapartes o por un tercero cualificado y deberá cubrir términos comerciales esenciales que permitan identificar cada contrato y la valoración atribuida al mismo.

Asimismo, establece la periodicidad con la que debe realizarse la conciliación de carteras, distinguiendo si se trata de (i) contratos derivados OTC entre contrapartes financieras y/o con contrapartes no financieras que hayan alcanzado el umbral de compensación, de forma diaria si existen pendientes entre si son 500 o más contratos derivados OTC, semanal entre 51 y 499 y trimestral hasta 50 contratos derivados OTC pendientes, o (ii) de contratos derivados OTC con contrapartes no financieras que no hayan alcanzado el umbral de compensación, en cuyo caso la periodicidad será tri-

mestral cuando haya más de 100 contratos pendientes, de lo contrario será anual.

La obligación de conciliación de carteras ha entrado en vigor a los seis meses de la entrada en vigor del Reglamento Delegado 149/2013, es decir, el 15 de septiembre de 2013.

c) Compresión de carteras³⁷

Las contrapartes financieras y no financieras que tengan pendientes 500 o más contratos de derivados OTC con una contraparte deberán analizar al menos dos veces al año si consideran oportuno, con el fin de reducir su riesgo de crédito, proceder a la comprensión (reducción) de sus carteras.

En el caso de que no lo realizaran deberán poder proporcionar una explicación razonable y válida a la autoridad competente.

La obligación de comprensión de carteras ha entrado en vigor a los seis meses de la entrada en vigor del Reglamento Delegado 149/2013, es decir, el 15 de septiembre de 2013.

d) Resolución de litigios³⁸

Las contrapartes financieras y no financieras deberán acordar procesos y procedimientos detallados sobre la identificación, registro y seguimiento de los litigios y la resolución rápida de los mismos (incluyendo un procedimiento específico para aquellos que no se resuelvan en un plazo de cinco días hábiles). El litigio debe tener por objeto el reconocimiento o valoración del contrato derivado OTC y el intercambio de garantías entre las contrapartes.

Asimismo se establece que deberá notificarse a las autoridades competentes aquellos litigios sobre contratos derivados OTC cuyo importe o valor exceda los 15 millones de euros y estén pendientes desde al menos 15 días hábiles.

Las obligaciones descritas en este apartado en materia de litigios ha entrado en vigor a los seis

do ISDA en marzo de 2013 con el fin de facilitar el acuerdo bilateral entre dos partes de un contrato ISDA que desean incorporar en el mismo la obligación prevista en el Reglamento EMIR en cuanto a la confirmación oportuna. <http://assets.isda.org/media/908df727/aa27434d.doc>

³⁵ Ver artículo 13 del Reglamento Delegado 149/2013.

³⁶ Expositivo 28 del Reglamento Delegado 149/2013.

³⁷ Ver artículo 14 del Reglamento Delegado 149/2013.

³⁸ Ver artículo 15 del Reglamento Delegado 149/2013.

meses de la entrada en vigor del Reglamento Delegado 149/2013, es decir, el 15 de septiembre de 2013.

e) *Valoración diaria*³⁹

Las contrapartes financieras y no financieras deberán valorar a precio de mercado diariamente los contratos derivados OTC que estén pendientes; y si las condiciones de mercado impedirán proceder a una valoración a precio de mercado se utilizará un modelo fiable y prudente.

El artículo 16 del Reglamento Delegado 149/2013 establece que las condiciones de mercado impiden una valoración a precio de mercado cuando (i) el mercado está inactivo (los precios de cotización no estén fácil y regularmente disponibles, o estándolo no reflejan transacciones reales de mercado con regularidad en condiciones de independencia mutua) o, (ii) el rango de estimaciones del valor razonable sea significativo y las probabilidades de las diversas estimaciones no puedan ser evaluadas razonablemente.

En cuanto al modelo a utilizar alternativamente a la valoración a precio de mercado, el artículo 17 del Reglamento Delegado 149/2007 establece cuáles son los requisitos que debe cumplir⁴⁰.

La obligación de valoración diaria resulta de aplicación con la entrada en vigor del Reglamento Delegado 149/2013, es decir, desde el 15 de marzo de 2013.

³⁹ Ver artículo 16 y 17 del Reglamento Delegado 149/2013.

⁴⁰ El modelo deberá a) incorporar todos los factores que las contrapartes tendrán en cuenta al fijar un precio, utilizando también, en la medida de lo posible, información para la valoración a precios de mercado; b) ser coherente con métodos económicos admitidos para calcular el precio de instrumentos financieros; c) ser calibrado y validado mediante comprobación de la utilizando precios de transacciones actuales de mercado observables con el mismo instrumento financiero u otros datos de mercado observables disponibles; d) ser válido y controlado de manera independiente, por un departamento distinto del que asume el riesgo;

e) estar debidamente documentado y aprobado por el Consejo de Administración con la frecuencia necesaria, tras cualquier cambio importante y, al menos, una vez al año; esta aprobación podrá delegarse en un comité.

f) *Intercambio de garantías y requerimientos de capital*

El artículo 11 del Reglamento 648/2012 establece que tanto las contrapartes financieras como las no financieras que exceden el umbral de compensación deben dotarse de procedimientos de gestión del riesgo, que requieren el intercambio de garantías oportuno, exacto y con una segregación adecuada respecto de los derivados OTC. Igualmente, pero en este caso únicamente para las contrapartes financieras, se prevé que deberán poseer un capital adecuado y proporcionado para la gestión del riesgo no cubierto por el intercambio de garantías.

Tanto el intercambio de garantías como los requerimientos de capital deben ser desarrollados por normas técnicas reglamentarias cuyo proyecto todavía no ha sido presentado por ESMA a la Comisión, debido fundamentalmente a la necesidad de que las mismas estén alineadas con los estándares internacionales al respecto⁴¹.

⁴¹ El BCBS (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea), CPSS (Committee on Payment and Settlement Systems), IOSCO (International Organization of Securities Commission) y CGFS (Committee on the Global Financial System) han establecido un grupo de trabajo con el fin de fijar los estándares en materia de garantías para los derivados con compensados a través de una ECC. El trabajo más reciente en esta materia es el Segundo Documento Consultivo del BCBS/IOSCO sobre «Requerimientos de garantía sobre derivados no compensados en entidades de contrapartida central» publicado en febrero de 2013. BCBS/IOSCO se centra en 8 principios fundamentales: 1) Instrumentos Sujetos: se deben implantar requisitos de garantías apropiados en todas las transacciones en derivados OTC no compensadas en ECC. Se pregunta de forma específica sobre la posibilidad de eximir *forwards* y *swaps* de divisas. 2) Entidades sujetas: entidades financieras o entidades no financieras de importancia sistémica. 3) Metodologías para el cálculo de las garantías inicial y variable: cobertura de la exposición potencial futura (garantía inicial) y de la exposición actual (garantía variable), y fijación de una cantidad mínima como garantía inicial. 4) Colaterales elegibles como garantías: altamente líquidos y cuyo precio sea susceptible de mantenerse estable en situaciones de estrés. 5) Tratamiento de la garantía inicial aportada: serán aportadas por las dos partes, sin compensar las cantidades entregadas, estarán disponibles y serán suficientes para cubrir una situación de incumplimiento o quiebra. Se pregunta específicamente sobre la procedencia y consideración de la reutilización de los activos aportados como garantía (*re-hypothecation*). 6) Tratamiento de las transacciones de una entidad y sus afiliadas: estarán sujetas a la regulación consistente con su marco regulatorio. 7) Interacción de los regímenes nacionales en transacciones internacionales: consistente sin que de lugar a la duplicidad de regímenes a aplicar. 8) Aplicación gradual de los requerimientos sobre márgenes.



A nivel europeo el último documento que aborda esta materia es el documento de debate de ESMA, EBA (European Banking Authority) y EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority)⁴², en el que se considera que las contrapartes financieras reguladas (CFR)⁴³ no se les debe exigir más requisitos de capital de los que ya tienen establecidos en su propia normativa. Asimismo, tampoco se considera necesario establecer requisitos adicionales de capital para las no CFR⁴⁴ y las contrapartes no financieras que excedan del umbral de compensación, ya que en ambos casos el riesgo de contrapartida debería quedar cubierto a través del intercambio de garantías a los que están sujetos.

A este respecto, el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria («BCBS») e IOSCO publicaron en septiembre de 2013 la política marco final que establece los estándares mínimos relativos a los requisitos en materia de garantías aplicables a los derivados no compensados⁴⁵.

Por lo que respecta a las garantías iniciales el citado documento prevé lo siguiente:

A) Se proponen tres alternativas en cuanto a su exigencia: (i) a todas las contrapartes; (ii) sólo a las CFR; (iii) las CFR no estarían obligadas a solicitar la garantía inicial a ciertas contrapartes por debajo de determinados umbrales.

A este respecto el BCBS/IOSCO han propuesto un umbral de garantía inicial de 50 millones que se aplique a ambas contrapartes. Por debajo del cual se puede optar por no solicitarla.

⁴² «Joint Discussion Paper on Draft Regulatory Technical Standards on risk mitigation techniques for OTC derivatives not cleared by a CCP under the Regulation on OTC derivatives, CCPs and Trade Repositories» (JC/DP/2012/1). En el mismo se prevé que el 30 de septiembre de 2012 la EBA, ESMA y EIOPA estén en disposición de presentar a la Comisión un proyecto de las correspondientes normas técnicas reglamentarias.

⁴³ Por CFR debe entenderse empresas de servicios de inversión, entidades de crédito, aseguradoras y reaseguradoras y los fondos de pensiones de empleo.

⁴⁴ UCITS; Fondos de Gestión Alternativa y sus respectivos gestores.

⁴⁵ Basel Committee on Banking Supervision and Board of the International Organization of Securities Commissions: Margin Requirements for non-centrally cleared derivatives. September 2013.

B) Por lo que respecta a la valoración de la garantía inicial, se proponen dos opciones: (i) el método estandarizado y/o método «*mark-to-market*» previsto en el Reglamento comunitario sobre requerimientos de capital y (ii) el método «*internal model*» también previsto en el Reglamento comunitario sobre requerimientos de capital siempre y cuando esté aprobado por las autoridades competentes. En este sentido se señala que el «*internal model*» puede producir unas exigencias de garantías menores que las ECC y por tanto crear ventajas competitivas para aquellas contrapartes con suficientes recursos para construir dichos modelos y también desincentivar la compensación a través de una ECC.

C) Al establecerse el nivel mínimo de garantías iniciales y los parámetros para su cálculo, deben tenerse en cuenta consideraciones macroprudenciales y los posibles efectos procíclicos que pudieran entrar en juego.

D) Dos posibles opciones cuando se produce un litio entre las contrapartes en cuanto al cálculo del margen inicial: (i) las contrapartes se requieran diferentes márgenes iniciales para el mismo tipo de transacción, o (ii) una de las dos contrapartes es designada para el cálculo de la garantía inicial.

E) Segregación y reutilización: se propone que en caso de que ambas contrapartes tengan que conceder una garantía («*collateral*»), la garantía debería estar segregada de los activos de la contraparte que lo reciba, mientras que si es solo una de las contrapartes la que recibe la garantía, la segregación procede si lo requiriera la contraparte que la entrega. Asimismo, en el caso de segregación se propone que tampoco sea posible su reutilización.

En cuanto a las garantías por ajuste del valor de mercado («*Variation Margin*»), se propone, de forma similar a lo que está previsto en el artículo 5 del Reglamento EMIR para la valoración de los contratos derivados OTC, que las mismas sean exigibles cuando la transacción tenga lugar entre contrapartes financieras y/o contrapartes no financieras que excedan del umbral de compensación y de forma diaria, siguiendo el modelo «*mark-to-market*» cuando sea posible, o con el «*internal model*» según los criterios que se establezcan

en las correspondientes normas técnicas reglamentarias. A este último respecto, se señala que dada la escasa estandarización que en la práctica existe entre categorías de derivados podría ser difícil la aplicación del método *mark-to-market* para el cálculo del «*Variation Margin*».

Por lo que respecta a la elegibilidad de los activos a entregar como garantía, se consideran dos posibles opciones: (i) únicamente aquellas que se consideran elegibles para las ECC o, (ii) establecer una lista de activos elegibles, por ejemplo por referencia a la lista que recoge el Reglamento comunitario sobre requerimientos de capital, pudiendo las CFR desviarse de dicha lista para aplicar los activos elegibles reconocidos en su propia normativa (por ejemplo, Solvencia II). En cualquier caso se entiende que ampliar la lista más allá de lo previsto en la opción (ii) podría conllevar a la inclusión de activos de calidad crediticia y liquidez insuficientes que podría tener efectos negativos sobre la compensación centralizada⁴⁶.

Finalmente, el documento conjunto de debate de ESMA, EBA y EIOPA aborda otros temas como el establecimiento de («*haircuts*»), en la valoración de las garantías las transacciones con contrapartes establecidas fuera de la Unión Europea, los procedimientos de gestión del riesgo y para el intercambios de garantía y mínima cuantía de transferencia, así como las exenciones intragrupo.

Dicho documento fue sometido a un periodo de consultas que finalizaba el 2 abril de 2012⁴³ y las respuestas de la «*industria*» fueron, de forma resumida, las siguientes⁴⁷:

- (i) Apoyo a los objetivos perseguidos por ESMA, EBA y EIOPA, si bien es importante evitar requisitos de obligatorio cumplimiento que estén

⁴⁶ El BCBS/IOSCO han adoptado por la opción amplia que podría incluir instrumentos financieros líquidos y abonos corporativos, si bien serán los reguladores locales los que deben elaborar la lista de los activos elegibles.

⁴⁷ Las repuestas recibidas se pueden consultar en la página web de ESMA a través del siguiente enlace: <http://www.esma.europa.eu/consultation/Joint-Discussion-Paper-Draft-Regulatory-Technical-Standards-risk-mitigation-techniques->.

- (ii) En principio, no están a favor de un régimen único de mitigación del riesgo. No apoyan el establecimiento de cuantías mínimas de transferencia, sino que deberían ser las propias contrapartes las que las establecieran en atención a su propia capacidad. Asimismo, consideran que deben ser libres para establecer el «*Variation Margin*» y los niveles de *haircut*, utilizando para ello su criterio comercial para establecer un equilibrio entre el apetito de riesgo y las expectativas de ganancia.
- (iii) Muestran su preocupación por el potencial trastorno económico que pueda ocasionar un régimen de garantías obligatorio. La implementación de unos requisitos de garantías iniciales para ambas contrapartes incrementará el coste para las entidades, alterará la racionalidad económica de las operaciones y sustraerá liquidez del sistema. La segregación obligatoria de las garantías iniciales amenaza a los modelos que las entidades han construido para gestionar su riesgo de contraparte y la financiación de sus posiciones en derivados.
- (iv) Les preocupa los potenciales efectos sobre las contrapartes no financieras. La mayor parte de los bancos y «*dealers*» ya disponen de sistemas que controlan las garantías iniciales, el *Variation Margin*, la valoración diaria y el intercambio de garantía de forma regular. No obstante, la mayor parte de las contrapartes no financieras no disponen de dichos sistemas; exigir que se generalice la exigencia de

⁴⁸ Frederic Gielen y Scott Warner: «European Supervisory Authorities: Technical Standards on risk mitigation techniques for OTC derivatives not cleared by CCP», Reply Advantage, May 2012.



garantías iniciales y ajuste de garantías respecto de los derivados puede hacer que la cobertura para mitigar los riesgos comerciales sea más cara y que por tanto ocurra con menos frecuencia.

- (v) Solicitan una definición amplia de los activos elegibles como garantía para evitar el shock cuando pueda incrementarse de forma significativa la demanda de unos determinados activos y se contraiga la liquidez.

En cualquier caso, debe tenerse en cuenta que no se prevé que las normas técnicas reglamentarias que desarrollen los requisitos en materia de garantías y capital hayan sido adoptadas antes del final del 2013. En este sentido, BCBS/IOSCO han propuesto la aplicación de los requerimientos de garantías de forma gradual, de tal forma, que se iniciara en el 2015 con los participantes de mayor volumen, más activos y con un mayor riesgo sistémico, y durante un periodo gradual de cinco años se iría extendiendo al resto de las contrapartes con menor volumen de derivados OTC.

Entretanto, y desde el 15 de marzo de 2013, tal y como ha indicado la Comisión Europea en sus FAQ actualizadas a 8 de febrero de 2013, las contrapartes tienen libertad para aplicar sus propias reglas en materia de garantías de conformidad con las condiciones establecidas en el artículo 11.3 del Reglamento EMIR.

2.4. COMUNICACIÓN DE LOS DERIVADOS A LOS REGISTROS DE OPERACIONES

El artículo 9 del Reglamento EMIR establece la obligación para las contrapartes⁴⁹ y las ECC de comunicar a los registros de operaciones todo contrato de derivado (tanto OTC como no) que hayan celebrado, así como su modificación y resolución.

⁴⁹ De conformidad con lo previsto en el artículo 9 del Reglamento Emir las contrapartes llevarán un registro de todo contrato de derivados que hayan celebrado y de toda modificación durante al menos los cinco años siguientes a la resolución del contrato.

Puesto que el requisito de comunicación recae tanto en las contrapartes como en las ECC, las mismas deberán ponerse de acuerdo en quién debe realizar la oportuna comunicación al registro de operaciones con el fin de evitar duplicidades⁵⁰. A este respecto debe tenerse en cuenta que en el caso de que las contrapartes y la ECC utilicen distintos registros de operaciones para llevar a cabo las comunicaciones, ambas deben ser consistentes en los datos comunicados a sus correspondientes registros de operaciones, incluyendo el mismo identificador de la operación y la misma valoración a ser proporcionada por la ECC a las contrapartes.

La obligación de comunicación por una contraparte podrá ser delegada en la otra contraparte, en un tercero o en la ECC, aunque la contraparte delegante mantendrá, en cualquier caso, la responsabilidad sobre la comunicación.

El Reglamento Delegado 148/2013 establece cuáles son los datos mínimos que deben figurar en las comunicaciones que se realicen a los registros de operaciones, detallándose en sus anexos cuáles son los datos que deben comunicarse sobre las contrapartes y cuáles sobre la transacción misma⁵¹. En ningún caso la obligación de comunicación implica la remisión de la copia de los contratos derivados con todos sus términos y condiciones⁵².

Por otro lado, y a fin de evitar incoherencias, resulta oportuno que todos los datos transmitidos a los registros de operaciones se ajusten a las mismas disposiciones, normas y formatos, sea cual sea el registro de operaciones, la contraparte y el tipo de derivados. El Reglamento de Ejecución 1247/2012 establece que para la identificación de las contrapartes y otras entidades deberá existir

⁵⁰ Las Q&A de ESMA en su pregunta número 7 establecen que si bien el artículo 9 de Reglamento EMIR establece que deben evitarse duplicidades, ello no implica que las contrapartes o la ECC tengan derecho a imponer a la otra parte un determinado mecanismo de comunicación. No obstante, si la ECC ofrece el servicio de información, la ECC elegirá un registro de operaciones y será la contraparte la que decidirá si acepta dicho servicio para que sea la ECC la que comunique la operación en su nombre.

⁵¹ Debe tenerse en cuenta que la información sobre las garantías, las valoraciones a precio de mercado, o según modelo únicamente deben proporcionarla las contrapartes financieras y las no financieras que exceden de los umbrales.

⁵² Ver pregunta II.6 de las FAQ de la Comisión Europea de 8 de febrero de 2013.

un identificador de entidades jurídicas, y en su defecto, un identificador de entidades provisional. Por lo que respecta a la identificación de los derivados, se contempla la existencia de un identificador único de producto, y en su defecto, se identificará mediante el código ISIN o el código alternativo de identificación de instrumentos (AII) y del correspondiente código CFI.

Por lo que concierne a la frecuencia de las notificaciones, el artículo 1 del Reglamento de Ejecución 1247/2012 establece que será diaria por lo que respecta a la valoración del derivado, y respecto al resto de los datos a medida que surjan.

Finalmente, el citado Reglamento de Ejecución establece las fechas a partir de las cuales será obligatoria la obligación de comunicación a los registros de operaciones⁵³ y que serán las siguientes⁵⁴:

- 1) Derivados de crédito y sobre tipo de interés:
 - (i) A más tardar el 1 de julio de 2013, si hay un registro de operaciones inscrito antes del 1 de abril de 2013.
 - (ii) Si no hay ningún registro de operaciones inscrito antes del 1 de abril de 2013, 90 días después de la inscripción del correspondiente registro de operaciones.
 - (iii) A más tardar el 1 de julio de 2015, si no hay ningún registro de operaciones inscrito a dicha fecha, en cuyo caso las notificaciones deberán ser realizadas a ESMA.
- 2) Otros tipos de derivados
 - (i) A más tardar el 1 de enero de 2014, si hay un registro de operaciones inscrito en rela-

ción con la categoría de derivados correspondiente antes del 1 de octubre de 2013.

- (ii) Si no hay ningún registro de operaciones inscrito antes del 1 de octubre de 2013, 90 días después de la inscripción del correspondiente registro de operaciones.
 - (iii) A más tardar el 1 de julio de 2015, si no hay ningún registro de operaciones inscrito a dicha fecha, en cuyo caso las notificaciones deberán ser realizadas a ESMA.
- 3) Aquellos contratos de derivados que estuvieran pendientes a 16 de agosto de 2012 y que lo sigan estando en la fecha inicial de notificación: en 90 días desde la fecha de notificación aplicable.
 - 4) Aquellos contratos de derivados que (a) se hayan celebrado antes del 16 de agosto de 2012 y siguieran pendientes en esta fecha, o (b) se hayan celebrado el 16 de agosto de 2012 o con posterioridad y que no estén pendientes en la fecha inicial de notificación: en 3 años desde la fecha inicial de notificación.

3. MIFIR

El 20 de octubre de 2011 se publicó en el DOUE la propuesta MIFIR. Esta nueva propuesta legislativa tiene como objetivo fundamental ahondar en la transparencia y mejora del funcionamiento del mercado interior en línea con los principios establecidos en la declaración emitida por el G-20 en Londres el 2 de abril de 2009.

Respecto a los contratos de derivados OTC, MIFIR introduce novedades en relación con la transparencia pre-negociación y post negociación, el carácter obligatorio de la negociación de muchos de estos derivados en un mercado regulado, un sistema multilateral de negociación (SMN) o un sistema organizado de negociación (SON) y refuerza las competencias de supervisión de ESMA sobre los mismos.

3.1. TRANSPARENCIA PRE-NEGOCIACIÓN Y POST-NEGOCIACIÓN

MIFIR extiende los requisitos de transparencia pre-negociación y post-negociación existentes

⁵³ A la fecha del presente artículo, según ha sido publicado por varios medios de documentación, dos grupos estadounidenses (IntercontinentalExchange-ICE- y the U.S. Depository Trust & Clearing Corp -DTTC) y UnaVista, perteneciente al London Stock Exchange Group han solicitado su autorización a ESMA como registro de operaciones. En el caso de UnaVista se prevé su aprobación en junio de 2013 y estar en condiciones de prestar sus servicios en relación con derivados de crédito y sobre tipo de interés en septiembre de 2013 y para el resto de derivados en enero de 2014.

⁵⁴ Con vistas a lograr una solución eficiente en costes para las contrapartes y reducir el riesgo operativo para los registros de operaciones, la fecha de comienzo de las notificaciones debe comprender fechas progresivas según las diferentes categorías de derivados, empezando por las categorías más normalizadas y pasando a continuación a las demás categorías.



hasta ahora en MIFID para las acciones a otros instrumentos financieros, entre los que se encuentran los derivados. En cualquier caso hay que señalar que los requisitos de transparencia se calibrarán en función de los diferentes tipos de instrumentos, a saber, los de renta variable, los bonos y obligaciones y los derivados, así como de los diferentes tipos de negociación, a saber, carteras de órdenes y sistemas de negociación basados en cotizaciones⁵⁵.

A. TRANSPARENCIA PRE-NEGOCIACIÓN

Los mercados regulados, los SMN y los SON harán públicos los precios y la profundidad de las posiciones de negociación a esos precios para las órdenes o cotizaciones que se difundan a través de sus sistemas por lo que respecta a derivados OTC⁵⁶ (que cabe ahora preguntarse si pueden seguir denominándose OTC) y harán pública esta información de forma continua dentro del horario normal de negociación.

Asimismo, debe garantizarse a las empresas de inversión que estén obligadas a publicar sus cotizaciones sobre los derivados el acceso, en condiciones comerciales razonables y de forma no discriminatoria, a los sistemas que emplean para publicar la información a que se refiere el párrafo anterior.

Sin perjuicio de lo anterior, el artículo 8 de MIFIR prevé la posibilidad de que las autoridades competentes nacionales eximan de la obligación de publicar la información indicada anteriormente en los siguientes casos⁵⁷:

- (i) para conjuntos específicos de productos, en función del modelo de mercado, de las características específicas de la actividad negociadora con un producto y de la liquidez;

- (ii) en función del tipo y volumen de las órdenes y del método de negociación;
- (iii) órdenes de gran volumen en comparación con el volumen de mercado habitual para el derivado de que se trate.

La intención de conceder la exención deberá notificación a ESMA con seis meses de antelación, quien se podrá oponer en el plazo de tres meses⁵⁸.

Por otro lado también debe señalarse que el artículo 13 MIFIR también extiende las normas de transparencia existentes sobre acciones para los internalizadores sistemáticos a los derivados aptos para compensación o admitidos a negociación en un mercado regulado o negociados en un SMN o SON debiendo hacer públicas sus cotizaciones. No obstante, los internalizadores sistemáticos que solo negocien volúmenes superiores al volumen estándar del mercado no estarán sujetos a dicha obligación.

B. TRANSPARENCIA POST-NEGOCIACIÓN

La transparencia post-negociación se traduce, por un lado, en la obligación de los mercados regulados y los SMN o SON de hacer públicos el precio, el volumen y la hora de las operaciones realizadas por lo que respecta a los derivados admitidos a negociación o negociados en un SMN o SON, y de otro lado, en la garantía de acceso en condiciones comerciales razonables y de forma no discriminatoria, a los sistemas que emplean para publicar la información mencionada.

De forma excepcional, las autoridades nacionales competentes podrán autorizar a los mercados regulados y los SMN o SON a aplazar la publicación de los datos de las operaciones en función de su tipo o volumen, y en particular, la publicación aplazada por lo que respecta a operaciones de gran volumen en comparación con el

⁵⁵ Apartado 3.4.1 de la Exposición de Motivos de MIFIR.

⁵⁶ Esta información será detallada en las medidas de segundo nivel a adoptar por la Comisión.

⁵⁷ La Comisión establecerá mediante actos delegados las condiciones en que cada categoría de instrumento financiero de que se trate puede quedar exenta del requisito de información pre-negociación.

⁵⁸ En el caso de que se oponga una autoridad de otro Estado miembro, éste podrá remitir el acuerdo a ESMA que podrá tomar medidas de conformidad con las competencias que le confiere el artículo 19 del Reglamento (UE) nº 1095/2010.

volumen de mercado habitual. Dichas medidas de aplazamiento deberán comunicarse de manera clara a los participantes en el mercado y al público inversor.

Por lo que respecta a los internalizadores sistemáticos, el artículo 17 de MIFIR establece que harán públicas las cotizaciones de los derivados aptos para compensación o admitidos a negociación en un mercado regulado o negociados en un SMN o en un SON, si se cumplen las condiciones siguientes: (i) que un cliente del internalizador sistemático solicite una cotización y (ii) que acepten proponer una cotización.

3.2. NEGOCIACIÓN

En consonancia con el compromiso del G-20 que establecía la obligación de negociación de los derivados OTC en mercados o plataformas electrónicas, el Título V de MIFIR impone a las contrapartes financieras y las contrapartes no financieras que alcancen los umbrales de compensación establecidos en el Reglamento EMIR⁵⁹ la obligación de negociación en los mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación (SMN), sistemas organizados de negociación (SON), o sistemas de negociación de un tercer país⁶⁰, de aquellos derivados que hayan sido declarados por la Comisión como sujetos a la obligación de negociación.

Dos son los requisitos que debe cumplir una categoría de derivados para que quede sujeta a la obligación de negociación: que haya sido declarada sujeta a la obligación de compensación de conformidad con EMIR y que se considere sufi-

cientemente líquida para ser negociada en los centros anteriormente mencionados. Respecto al requisito de liquidez se ha señalado⁶¹ que la normativa europea establece un doble test de liquidez, uno de ellos por EMIR en relación con la obligación de compensación (la liquidez será, junto con otros, uno de los criterios determinante para que ESMA establezca la categoría de derivados OTC sujetos a compensación) y otro por MIFIR en relación con la negociación de los derivados OTC.

De igual forma que EMIR, las operaciones intragrupo quedarán exentas de la obligación de negociación.

3.3. COMPETENCIAS DE ESMA

El artículo 35 de MIFIR establece cuáles son los poderes de ESMA en materia de gestión de posiciones:

- (i) Solicitar información a cualquier persona, incluida toda la documentación pertinente sobre el volumen y la finalidad de una posición o exposición por medio de un derivado.
- (ii) Tras analizar la información obtenida, exigir de esa persona que tome medidas para reducir el volumen de la posición o exposición.
- (iii) Limitar la capacidad de una persona de celebrar un contrato de derivados sobre materias primas.

No obstante, ESMA únicamente podrá adoptar dichas decisiones si responden a una amenaza para el funcionamiento ordenado y la integridad de los mercados financieros, o para la estabilidad de la totalidad o una parte del sistema financiero de la Unión y una o varias autoridades competentes no hayan tomado medidas para responder a la amenaza o que las medidas adopta-

⁵⁹ La mencionada obligación de negociación también se extiende a las operaciones con derivados que hayan sido declarados sujetos a la obligación de negociación con entidades financieras de terceros países o a las entidades de terceros países siguiendo los mismos criterios que el Reglamento EMIR para la compensación.

⁶⁰ Siempre que la Comisión lo haya declarado como equivalente y que el tercer país conceda un reconocimiento recíproco equivalente a los centros de negociación autorizados por la nueva Directiva MIFID para admitir a negociación o negociar derivados sujetos a la obligación de negociación en dicho tercer país.

⁶¹ ISDA, MIFID/MIFIR. The OTF and SI Regime for OTC Derivatives; Abril 2012.



das no constituyan una respuesta suficiente frente a la misma.

En todo caso será necesaria su comunicación previa a las autoridades nacionales con 24 horas de antelación, como regla general, y la duración máxima será de 3 meses con posibilidad de renovación.

3.4. ENTRADA EN VIGOR

Dado que no ha finalizado todavía la tramitación legislativa de MIFIR y puesto que también serán necesarias normas de desarrollo de segundo nivel, no se espera que su entrada en vigor pueda tener lugar antes del segundo semestre de 2014, en el mejor de los escenarios.

4. DODD FRANK

La ley Dodd-Frank fue aprobada en julio de 2010 si bien sujeta a la elaboración de un grandísimo número de normas de desarrollo por parte de la US Securities and Exchange Commission («SEC») y la US Commodity Futures Trading Commission («CFTC»). A la fecha del presente trabajo (septiembre de 2013), la gran mayoría de normas de desarrollo ya han sido aprobadas por los citados reguladores, si bien, aunque algunas resultaban ya de aplicación antes de enero de 2013, una parte importante de las obligaciones que se derivan de la ley Dodd-Frank han empezado a ser de obligado cumplimiento a partir de finales del primer trimestre de 2013.

El cuadro⁶² siguiente compara la normativa europea (EMIR/MIFIR) y la ley Dodd-Frank:

⁶² Para la realización de este cuadro hemos tenido en cuenta los trabajos comparativos publicados por ISDA, Morrison Foerster y Sidley Austin LLP cuyas referencias podrán encontrar en el apartado de bibliografía de este trabajo.

INSTRUMENTOS	EMIR/MIFIR	DODD-FRANK
ENTIDADES	Definición muy amplia de derivados OTC ⁶³ , quedando excluidos los contratos de divisas al contado (Spot FX) ⁶⁴ y ciertos contratos sobre materias primas liquidados en especie. - CF: Contrapartes financieras - CF+: Contrapartes no fin ancieras que excedan el umbral que hayan excedido los umbrales establecidos en Reglamento Delegado 149/2013. - CF: Contrapartes no financieras que no hayan excedido los umbrales establecidos en el Reglamento Delegado 149/2013. Excepciones ⁶⁵ : Banco centrales, organismos públicos encargados o que intervengan en la gestión de la deuda pública.	Se aplica a los "swaps" y a los "security based swaps" cuya definición es muy amplia. Quedarían excluidos los swaps y forwards sobre divisas liquidados en especie ⁶⁶ , contratos de divisas al contado y los forwards sobre valores y materias primas liquidados en especie, así como determinadas transacciones comerciales y con consumidores. - SD: Swap Dealers ⁶⁷ - MSP: Major Swap Dealers ⁶⁸ - Financial Users ⁶⁹
COMPENSACIÓN	Tipos de Derivados: Aquellos para los que exista una ECC autorizada para su compensación y ESMA haya determinado que deben ser compensados. ESMA también puede identificar contratos que deban ser compensados, aunque no haya ninguna ECC autorizada. ESMA todavía no ha identificado ninguna categoría de derivados como compensables.	Excepciones: <ul style="list-style-type: none"> • End-Users (a la compensación y negociación)⁷⁰ • Bancos Centrales (compensación y registro) Tipos de Derivados: Aquellos respecto a los que la SEC o CFTC determine que tengan que ser compensados y una clearing agency ("CA") o clearing organization ("CO") acepte la compensación del derivado. La iniciativa corresponde a la SEC o CFTC, o a una CO/CA. La CFTC ha declarado la obligatoriedad de la compensación de los derivados crédito (CDS) y tipos de interés (IRS).

⁶³ Instrumentos financieros enumerados en el Anexo I, sección C, puntos 4 a 10, de la Directiva MiFid (2004/39/CE) cuya ejecución no tenga lugar en un mercado regulado.

⁶⁴ La Comisión Europea ha confirmado en su FAQ que los forward sobre divisas están sujetos a EMIR. Si bien indica que la aplicación de la obligación de compensación a los derivados sobre divisas será examinado por ESMA, teniendo en cuenta las particularidades de los mismos conforme al artículo 5(4) de EMIR en combinación con el Considerando 19.

⁶⁵ No obstante les resultarían de aplicación la obligación de comunicación a los trade repository y las normas de conducta.

⁶⁶ El artículo 1.4 enumera las entidades públicas exceptuadas de la aplicación total o parcial del Reglamento EMIR.

⁶⁷ Any person who: (i) Holds itself out as a swap dealer; (ii) Makes a market in swaps; (iii) Regularly enters into swaps with counterparties as an ordinary course of business for its own account; or (iv) Is commonly known in the trade as a dealer or market maker in swaps.

⁶⁸ Any person who is not a dealer and: (i) Maintains a substantial position in swaps, excluding positions held for hedging or mitigating commercial risk; (ii) Has outstanding positions which create substantial counterparty exposure that could have serious adverse effects on the financial stability of the U.S. banking system or financial markets; or (iii) Is a highly leveraged financial entity that maintains a substantial position in swaps and is not subject to a Federal banking agency's capital requirements.

⁶⁹ A commodity pool; a private fund; an employee benefit plan under ERISA; or a person «predominantly engaged» in activities that are in the business of banking, or in activities that are «financial in nature» as defined in Section 4(k) of the Bank Holding Company Act, such as securities underwriting and dealing, investment advisory activities, insurance agency or brokerage, and extending credit.

⁷⁰ Para beneficiarse de dicha excepción End-User deberán cumplirse los siguientes requisitos: (i) que no sea una entidad financiera; (ii) se trate de swaps de cobertura o para reducir el riesgo (iii) proporcione determinada información al swap data repository (SDR), o si no lo hubiera a CFTC; y (iv) el consejo de administración y órgano de gobierno correspondiente revise y apruebe la decisión de solicitar la exención de end-user.



	<p>Operaciones sujetas:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Entre dos CF. - Entre una CF y una CNF+. - Entre dos CNF+. <p>quedado sujeta a la obligación de compensación de haber estado establecida en la UE.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Entre dos entidades establecidas en uno o más terceros países que habrían quedado sujetas a la obligación de compensación de haber estado establecida en la UE, siempre que el contrato tenga un efecto directo, importante y predecible dentro de la UE, o los casos en los que sea necesario o adecuado evitar la elusión de cualquier disposición del Reglamento EMIR. <p>Excepciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Entre dos CNF. ● Operaciones intragrupo que cumplan los requisitos del art. 3 del Reglamento EMIR. ● Fondos de Pensiones durante 3 años. 	<p>Operaciones sujetas:</p> <p>Todas las operaciones con derivados salvo las realizadas entre end-user:</p> <p>CFTC: aplicación a los swaps celebrados fuera de USA si (i) tienen efecto directo y conexión significativa con las actividades en, o efecto, sobre el comercio en USA, o (ii) contravienen las normas de la CFTC destinadas a evitar la elusión de los requisitos de USA. CFTC ha emitido una propuesta de guía interpretativa según la cual sería de aplicación a un swap con una US person⁷¹, con independencia de que la contraparte esté en US o no; a un swap entre una non-US person y una sucursal de un US SD o una non-US person con una US garantía, si bien podrían exceptuarse en caso de “<i>substituted compliance</i>”.</p> <p>SEC: aplicación a los <i>security-based swaps</i> celebrados fuera de USA cuando contravienen las normas de la SEC destinadas a evitar la elusión de los requisitos de USA. La SEC no ha emitido ninguna orientación sobre dicha aplicación extraterritorial.</p> <p>Excepciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● End-users ● Normas similares aplicables a las operaciones entre filiales⁷².
--	---	---

⁷¹ La CFTC ha emitido la guía interpretativa definitiva que fue publicada el 26 de junio de 2013. No obstante, el 21 de diciembre de 2012 emitió una orden de exención que trataba algunos efectos extraterritoriales que puede extenderse hasta el 9 de octubre de 2013 y en la cual se adopta de forma temporal una definición de *US Person* más restringida: residente en USA, entidad organizada o constituida en USA o que tiene su centro principal de negocios en USA.

⁷² El 1 de abril de 2013 la CFTC ha emitido una final rule exceptuando de la obligación de compensación las operaciones sobre swaps entre filiales siempre que se reúnan una serie de condiciones. Para mayor detalle ver «CFTC Provided Inter-Affiliate Swap Clearing and Reporting Relief», David Polk, Client Memorandum, April 15, 2013.

<p>DERIVADOS OTC NO COMPENSADOS</p>	<ul style="list-style-type: none"> - CF y CNF: confirmación oportuna, conciliación de carteras, gestión del riesgo, identificación del riesgo y seguimiento valor de los contratos pendientes. - CF y CNF+: valoración diaria (precio mercado-modelo); intercambio de garantías y segregación. - CF: requisitos de capital. <p>Las normas técnicas reglamentarias sobre requerimientos de garantía y capital se basarán en los estándares establecidos por BCBS/IOSCO.</p>	<p>Propuesta de la CFTC:</p> <ul style="list-style-type: none"> - SD and MSP deben intercambiar garantías iniciales y <i>variation margin</i> sujetos a unos umbrales que dependerán de que la contraparte sea un SD, MSP, una <i>financial entity</i> o end-user. • Margen Inicial: se exige la cobertura del 99% de la volatilidad del precio sobre un periodo de diez días antes o en el momento de la ejecución de la operación. Si los datos del mercado no son suficientes, podrá utilizarse un modelo. Activos; efectivo, deuda pública americana, deuda senior de determinadas entidades gubernamentales aprobadas. • <i>Variation Marging</i>: a determinar de forma diaria sobre de cualquier exposición no cubierta. Activos: efectivo o deuda pública americana. <p>El progreso en estas normas se ha detenido a la espera de la consulta realizada por BCBS/IOSCO.</p>
<p>COMUNICACIÓN/ REPORTING</p>	<p>Exenciones: operaciones intragrupo si reúnen los requisitos para la no compensación y previa decisión favorable de la autoridad competente.</p>	<p>Exenciones: podrían establecerse exenciones cuando se esté por debajo de los umbrales que se acuerden en atención al tipo de contraparte.</p> <p>La SEC no ha hecho ninguna propuesta en este ámbito.</p>
	<p>Derivados sujetos: todos los contratos de derivados, OTC o no, compensados o no, deben ser comunicados a un RO autorizado, y si no lo hubiera, a ESMA.</p> <p>Entidades sujetas: las ECC y las contrapartes.</p> <p>Es posible la delegación por las contrapartes, pero la obligación recae en ambas.</p> <p>Plazos: Día hábil siguiente a su celebración, modificación o resolución del contrato.</p> <p>Objetivos: control de riesgo sistémico y del abuso de mercado. Se comunican más datos: información más detallada de la contraparte (si se comunica en nombre de la otra), información sobre la negociación y bastantes más datos sobre las garantías.</p>	<p>Derivados sujetos: todos los swaps, ya estén compensados o no, deben ser comunicados a un RO, y si no lo hubiera, al correspondiente regulador; SEC o CFTC.</p> <p>Entidades Sujetas: "reporting counterparty". Solo una de las partes debe realizar la comunicación. Si el swap es negociado en un SEF, le corresponde al SEF salvo que esté compensado, en cuyo caso le corresponde al clearing organization. Si el swap no está negociado en un SEF, la obligación existe en el siguiente orden: SD, MSP, Financial Entity o lo que acuerden las partes. En los swaps con un non -US person, le corresponde a la US Person.</p> <p>Plazos:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Si deben ser compensados y no están negociados en un SEF: 30 minutos desde su celebración (1er año) y después en 15 minutos. • Si no deben ser compensados ni están negociados en un SEF: 1 -4 horas (1er año) y después en 1 o 2 horas dependiendo del tipo de swap. <p>Objetivos: Fundamentalmente, control del riesgo sistémico. La CFTC está muy centrada en la transparencia del precio y del volumen al mercado, que conllevaría a un aumento de la competitividad y de los participantes (más participantes en el mercado menos riesgo).</p>
<p>TRANSPARENCIA PRE-NEGOCIACIÓN</p>	<p>EMIR extiende los actuales requisitos MIFID previstos para valores participativos a los derivados, entre otros.</p> <p>EMIR parece asumir el uso de un sistema de libro de órdenes que deberá ser considerado en las medidas de nivel dos.</p>	<p>Propuesta de la CFTC: todas las operaciones que se vayan a negociar en un SEF se harán mediante un sistema de libro de órdenes o de solicitud de cotización. La solicitud de cotización no tiene que ser realizada a más de cinco participantes del mercado.</p> <p>Propuesta de la SEC: perm itiría solicitar la cotización a un sólo participante del mercado.</p>



NEGOCIACIÓN/ TRADING	<p>Derivados: ESMA determinará que categoría de derivados queda sujeta a la obligación de negociación.</p> <p>Derivados sujetos a la obligación de compensación, admisibles a negociación en al menos en algún centro de negociación y suficientemente líquidos para ser negociados en dichos centros de negociación.</p> <p>Centros de negociación: mercado regulado, SMN, SON o de un tercer Estado reconocido por la Comisión Europea.</p> <p>Excepciones: Operaciones intragrupo</p>	<p>Derivados: todos los swaps sujetos a la obligación de compensación deberán ser negociados en un mercado o en un <i>swap security-swaps facility execution</i> (SFE), salvo que no exista un mercado organizado o SEF que admita su negociación.</p> <p>Centros de negociación: Mercado organizado y SFE.</p> <p>Excepciones: ninguna</p>
---------------------------------	---	--

CALENDARIO DE APLICACIÓN DE DODD FRANK

	SD/MSP	FINANCIAL USERS	OTROS (incluidos End-Users)
COMPENSACIÓN	Derivados de interés y de crédito estandarizados: 11/3/2013 iTraxx CDS Indices: 26/4/2013 Otros Derivados: nada previsto	Derivados de interés y de crédito estandarizados: 10/6/2013 iTraxx CDS Indices: 25/7/2013 Otros Derivados: nada previsto	Derivados de interés y de crédito estandarizados: 9/9/2013 iTraxx CDS Indices: 23/10/2013 Otros Derivados: nada previsto
INFORMACIÓN/ REPORTING	Derivados de interés y de crédito estandarizados: desde su registro como SD/MSP (1º: 31/12/2012) Equity/FX/Commodity: 1º 28/02/2013 Histórico de Derivados de interés y de crédito: 30/1/2013	10/04/2013	10/04/2013 Historical Swaps: (i) commercial End-Users: 31/10/2013 y (ii) Others End-Users: 30/09/2013.
NEGOCIACIÓN	Histórico de Equity/FX/Commodity: 30/3/2013 Para swap que deban ser compensados, cuando las normas sobre los SEF y MAF ⁷³ sean efectivos: finales de 2013 (estimado)	Para swap que deban ser compensados, cuando las normas sobre los SEF y MAF sean efectivos: finales de 2013 (estimado)	Para swap que deban ser compensados, cuando las normas sobre los SEF y MAF sean efectivos: finales de 2013 (estimado)

⁷³ 5 de agosto de 2013.



5. CONSIDERACIONES GENERALES SOBRE LA APLICACIÓN DE LA NORMATIVA EUROPEA Y NORTEAMERICANA

El nuevo marco regulatorio de los OTC está casi finalizado, especialmente en Estados Unidos, y aunque quedan por concluir algunos desarrollos normativos tanto en Europa como en los propios Estados Unidos, las entidades afectadas deben estar preparadas para poder hacer frente a todos los cambios que dicho marco regulatorio introduce y que ya parece irreversible.

- A. La contratación de derivados OTC se ha hecho enormemente más compleja, y exigirá consideraciones que van más allá de los precios, para analizar su coste total y sus consecuencias.
- B. La celebración de derivados OTC se encarecerá sustancialmente, no únicamente por los nuevos requerimientos en materia de garantía sino por los costes (aún desconocidos en su mayor parte) de las ECC y de los registros de operaciones, sin perjuicio de la adaptación que va a exigir de los sistemas informáticos hasta ahora utilizados por las entidades⁷⁴.
- C. En particular, las propuestas sobre los requerimientos de mitigación de riesgos exigidos a los derivados OTC no compensados puede afectar negativamente su uso, así como a la economía en su conjunto. Las propuestas finales deberían tener en cuenta

los usos y el valor de los derivados OTC no compensados, y si los efectos beneficiosos de dichas propuestas, como son los requisitos sobre garantías, compensan los costes que las mismas pueden implicar.

- D. En algunas circunstancias, dicho coste podría llevar a las entidades que estuvieran exceptuadas de la obligación de compensación a considerar como una opción más favorable la compensación voluntaria.
- E. Existe en la industria una preocupación generalizada por lo que respecta a la garantía inicial. Frente a la *Variation Margin* que es un mecanismo habitual de garantías que ya se utiliza en la actualidad con carácter general en los derivados OTC⁷⁵, la garantía inicial si bien implica beneficios (mejora la situación de la parte cumplidora y reduce el riesgo de contagio de incumplimiento en el sistema), implica unos costes muy significativos⁷⁶, y puede tener el efecto potencial de reducir significativamente la liquidez y los recursos financieros de la partes que deben cumplir con la garantía inicial. La alternativa podría ser un sistema de *Variation Margin* más sólido y unos requisitos de capital apropiados.
- F. Aunque en el marco del G-20 se acordó que las distintas jurisdicciones debían armonizar sus legislaciones en la medida de lo posible, no es menos cierto que existirán diferencias en la regulación de los derivados OTC que en su caso pueden determinar que su negociación sea más o menos flexible o que los costes asociados a la misma sean distintos. Dichas diferencias pueden abocar a una suerte de arbitraje regulatorio y económico entre las jurisdicciones

⁷⁴ En este sentido destaca el Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la «Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (EMIR) relativo a los derivados OTC, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones» señala en el apartado de algunos puntos débiles «4.1 Una de las principales preocupaciones se refiere a los costes de ejecución del Reglamento que nos ocupa, que parecen infravalorados y llegan en un momento en el que las entidades financieras están ya bajo presión desde un punto de vista normativo, de rentabilidad y de costes. Las instituciones financieras deben ser eficientes y servir de apoyo a la economía, pero también mantener un perfil de rentabilidad adecuado; existe el temor de que estos costes puedan transferirse a los inversores y los clientes. El CESE considera que los usuarios y las empresas, sobre todo las PYME, deben contar con protección ante esta eventualidad».

⁷⁵ Según el ISDA Margin Survey 2012, el 70% de las operaciones con derivados OTC están sujetas a acuerdos sobre *Variation Margin*.

⁷⁶ Al parecer según cálculos realizados por ISDA el coste estimado que supondría la garantía inicial alcanzaría trillones de dólares ISDA Papers: Initial Margin for Non-Centrally Cleared Swaps: Understanding the Systemic Implications, November 27, 2012 and Letter to BCBS-IOSCO on BCBS-IOSCO Proposal on Margin Requirement for Non-Cleared Derivatives, December 12, 2012.



ciones europeas y la americana, e incluso las asiáticas, sobre los derivados OTC.

G. En particular, al haber desaparecido el *«level playing field»*, especialmente con los mercados asiáticos, habrá de seguirse con cuidado si se desvía la operativa desde los mercados europeos hacia otras jurisdicciones.

H. Como se ha podido comprobar, tanto la normativa europea como la norteamericana, se aplica extraterritorialmente en determinados supuestos. Los participantes en el mercado de los derivados OTC deberán ser muy cuidadosos cuando celebren operaciones de forma trasatlántica, ya que ambas regulaciones no son idénticas.

Aún a pesar de las anteriores observaciones, no cabe duda que este nuevo marco regulatorio ha introducido mucha más transparencia e información en los derivados OTC, así como una mayor capacidad de su control por parte de los supervisores.

6. BIBLIOGRAFÍA

ALLEN&OVERY, Asset Management Group, 2012/2013: «Challenging years for European asset managers». October 2012.

BANK NEW YORK MELLON: «MiFID II – Expanding Regulatory Reform in Europe». Though Leadership Series, March 2014.

BCBS-IOSCO: «Margin Requirements for non-centrally-cleared-derivatives, Consultative Document». July 2012.

BCBS-IOSCO: «Margin Requirements for non-centrally-cleared-derivatives, Second Consultative Document». February 2013.

DENTONS USA. Dodd-Frank swaps update: compliance date approaching. April 4, 2013

ESMA: «Questions and Answers, Implementation of the Regulation (EU) No 648/2012 on OTC Derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR)»: 20 March 2013.

ESMA, «Report on staffing and resources. Report to the European Parliament, the Council and

the Commission on the budgetary implications of Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR)». 21 December 2012.

ESMA, EBA, EIOPA, «Joint Discussion Paper on Draft Regulatory Technical Standards on risk mitigation techniques for OTC derivatives not cleared by a CCP under the Regulation on OTC derivatives, CCPs and Trade Repositories (JC/DP/2012/1)». London, Frankfurt, Paris, 6 March 2012.

EUROPEAN COMMISSION: «EMIR: Frequently Asked Questions». Updated: 08 February 2013.

ISDA-CLIFFORD CHANCE: «Regulation on OTC Derivatives markets. A Comparison of EU and US Initiatives». September 2012.

ISDA: «Commentary on EMIR RTS on Portfolio Reconciliation, Dispute Resolution and Compressions (in European Commission Delegated Regulation (C92012) 9593 final (19 December 2012))». 14th February 2013

ISDA Commentary on ESMA RTS on Confirmation (in European Commission Delegated Regulation (C92012) 9593 final (19 December 2012), 29 January 2012.

ISDA: «Initial Margin For Non-Centrally Cleared Swaps, Understanding the Systemic Implications». November 2012.

ISDA: «MiFID/MiFIR and transparency for OTC derivatives». February 2012.

ISDA: «MiFID/MiFIR: The OTF and SI regime for OTC Derivatives». April 2012.

ISDA: «Non-Cleared OTC Derivatives: Their importance to the Global Economy». March 2013.

JONES DAY USA: «Potential impact of the US Dodd-Frank Act and global OTC derivatives regulation». Lexology, March 21, 2013.

MORRISON&FOERSTER: «Comparison of the Dodd Frank Act Title VII and the European Market Infrastructure». 25 October 2012.

Shearman & Sterling: «OTC Derivatives Regulation and Extraterritoriality II». 5 September 2012.



Shearman & Sterling: «OTC Derivatives Regulation and Extraterritoriality III». 8 February 2013.

SIDLEY AUSTIN LLP: «US and EU OTC Derivatives Regulation-A Comparison of the Regimes». April, 23, 2012.

STEPHEN MOLLER: «ISDA 2013 EMIR NFC Representation Protocol: Factors to consider in deciding whether to adhere By». Legal Insight, 2 April 2013.



LOS TRADE REPOSITORIES Y LAS CCPs EN EL MERCADO DE DERIVADOS OTC, NUEVOS ACTORES

Jesús Benito
Consejero Delegado de IBERCLEAR

1. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera de 2007 y 2008 puso de relieve que las estructuras financieras de regulación y supervisión en vigor hasta entonces eran manifiestamente mejorables.

Un tipo de mercado, el de derivados *over the counter* (OTC) sobre unos activos denominados *Credit Default Swaps* cuyo volumen había crecido de manera exponencial desde finales de los noventa, fue el desencadenante de una profunda crisis financiera que, si bien en un primer momento afectó únicamente a sus intervinientes, pronto se extendió con enormes rapidez y virulencia a otros sectores a través de numerosos canales de contagio que una enmarañada red de interdependencias había abierto. La desconfianza y el pánico generalizados que se apoderaron enseguida de los distintos mercados, participantes y economías alrededor del globo contribuyeron a expandir las ya de por sí graves consecuencias del estallido de la burbuja.

Los supervisores y reguladores de todo el mundo constataron con cierta incredulidad su profundo desconocimiento del grado de apalancamiento y exposición al riesgo alcanzados por unas entidades financieras supuestamente supervisadas. De la misma forma, tampoco alcanzaban a desentrañar las estrechas interrelaciones entre ellas, mientras comprobaban cómo esta compleja red impedía prever el alcance de una onda expansiva que se propagaba como el fuego entre entidades, mercados y economías.

A raíz de ello, las autoridades supervisoras y los reguladores, a instancias de los representantes políticos reunidos en el G-20, comenzaron a trabajar en el diseño e implantación de una nueva estructura de supervisión y control de los riesgos inherentes a los mercados de derivados, con especial atención en los no listados o contratados en plataformas organizadas de negociación, es decir, los derivados OTC.

Reunido el G-20 en Pittsburgh en septiembre de 2009, acordó la adopción de una serie de medidas de aplicación global encaminadas a la reforma de la infraestructura de los mercados de derivados OTC, estableciendo dos objetivos prioritarios: la imposición de obligaciones de transparencia en éstos y la mejora de los mecanismos de gestión de riesgos.

Consecuencia de los acuerdos alcanzados, dos piezas normativas fundamentales han sido elaboradas y promulgadas a ambos lados del Atlántico: en Estados Unidos la Ley Dodd-Frank; en Europa, el Reglamento de Infraestructuras de Mercado, EMIR.

Paralelamente a estas nuevas regulaciones que las economías más importantes del mundo han adoptado, grupos internacionales, tanto públicos como privados, acometen estudios y plantean recomendaciones que tratan de implantar en unos casos, o mejorar en otros, las infraestructuras de los distintos mercados financieros.

En este artículo hablaremos de una nueva infraestructura diseñada por esta ola regulatoria: los *trade repositories* como se denominan en EMIR o

swap data repositories en terminología Dodd-Frank. Asimismo, describiremos el papel que a otras infraestructuras ya existentes en otros mercados, las entidades de contrapartida central (o CCPs), se les asigna en el entorno de los mercados de derivados OTC.

El punto de partida es una lección incontable de la experiencia reciente: durante la crisis financiera y en la crisis de confianza y económica posterior, las infraestructuras de los mercados organizados han respondido adecuadamente al actuar como el último dique de contención en situaciones muy próximas al desastre. Han sido precisamente los mercados que operan sin el concurso de esas infraestructuras, los mercados bilaterales u *over-the-counter* (OTC), los que han experimentado gravísimas perturbaciones, cuando no han dejado simplemente de existir, como es el caso del mercado interbancario de depósitos.

La solución propuesta por el G-20 corrobora esta afirmación. Se trata de que los mercados de derivados OTC pasen a utilizar las infraestructuras que en los mercados de valores y los de derivados listados (*on exchange*) ya se emplean: plataformas de negociación, entidades de contrapartida central y depositarios centrales de valores u otras entidades como los *trade repositories*.

2. LAS INFRAESTRUCTURAS DE LOS MERCADOS DE VALORES

Las infraestructuras de los mercados de valores, según definición de Oxera en su estudio¹ sobre sus precios y costes son las bolsas (y, por ende, las plataformas de negociación en general), las entidades de contrapartida central (CCPs) y los depositarios centrales de valores (CSDs) que facilitan el soporte a las actividades de contratación y post-contratación.

¹ «Methodology for Monitoring Prices, Costs and Volumes of Trading and Post-trading Activities» (2007) report (MARKT/2006/14/g) prepared for the European Commission DG Internal Market Services, July, by Oxera.

Los mercados regulados, en la mayoría de los casos antiguas bolsas de valores, tienen un doble papel fundamental.

Por una parte, facilitan la concurrencia de compradores y vendedores de instrumentos financieros, y hacen posible con ello la adecuada formación de precios.

La entrada en vigor de la MiFID introdujo la competencia en esta función al contemplar un nuevo tipo de proveedores de servicios de contratación: los sistemas multilaterales de negociación, o MTF según se conocen por sus iniciales en inglés.

Por otra parte, los mercados regulados realizan una función quizá no tan conocida como la anterior, pero no por ello menos importante el «*listing*», en virtud de la cual admiten a cotización únicamente aquellos instrumentos de emisores que tengan la adecuada capacidad y seguridad para apelar al ahorro público a través de los mercados de valores, a la vez que vigilan que aquéllos cumplan con las correspondientes obligaciones de transparencia en relación con sus estados financieros y planes estratégicos a fin de proteger a los inversores proporcionándoles la información necesaria para tomar sus decisiones de inversión.

En los mercados de derivados listados existe una figura, las entidades de contrapartida central (CCPs), cuya misión principal es la gestión de los riesgos de contrapartida en los mercados financieros a los que sirven.

Las CCPs se introdujeron en estos mercados para gestionar los elevados riesgos de contrapartida inherentes a los apalancamientos propios que conllevaban los productos derivados. Durante la década de los noventa y primeros años de la siguiente, las CCPs extendieron sus servicios a los mercados de valores, en especial a los mercados de acciones, donde los volúmenes y, por ende, sus riesgos asociados habían experimentado un crecimiento exponencial.

El Banco Internacional de Pagos (BIS en adelante) define a las CCPs como *una entidad que actúa como comprador de cada vendedor y vendedor de cada comprador para una serie específica de contratos*,



por ejemplo, aquellos que se ejecutan en un mercado o bolsas particulares.²

Una entidad de contrapartida central se interpone en nombre propio en toda operación de compraventa entre el comprador y el vendedor, de tal manera que asume el riesgo de contrapartida. Es decir, la CCP compra sus valores al vendedor y los vende al comprador. De esta manera, mediante el proceso de novación, una compraventa entre un vendedor y un comprador se convierte en dos transacciones, con la CCP como contrapartida. Para protegerse del riesgo de contrapartida asumido, la CCP establece una serie de medidas precautorias con objeto de que éste no ponga en cuestión la supervivencia misma de la entidad. Más adelante se explicarán con más detalle algunas de ellas.

Quede aquí apuntado que es a estas infraestructuras, las CCPs, a las que los supervisores y reguladores otorgan un nuevo papel en mercados ajenos hasta ahora a sus servicios, los mercados de derivados OTC.

Queda por mencionar por último la otra infraestructura de los mercados de valores, los depositarios centrales de valores (CSDs, por sus iniciales en inglés), que el BIS define como *un servicio (o institución) que mantiene los valores y que permite que las operaciones con los mismos sean procesadas mediante anotaciones en cuenta. [...] Además de la función de salvaguarda, una central depositaria de valores puede realizar funciones de comparación o conciliación, compensación y liquidación.*³

En el momento de escribir este artículo, la Comisión Europea ha redactado y sometido a consulta una pieza legislativa específica para los CSDs, la «Central Securities Depository Regulation» que regulará el marco de actuación y competencia de los CSDs. Sus tres funciones básicas conforme a la última versión de esta propuesta legislativa son:

- Una función notarial, en virtud de la cual el CSD mantiene el registro central de una emisión de valores. En palabras de la Comisión Europea *la definición de la función notarial puede por tanto ser como sigue: Establecer y mantener un sistema de anotación en cuenta inicial que registre la cantidad de valores de una emisión en una cuenta específica a nombre del emisor y que permite procesar las transacciones con valores mediante anotaciones en cuenta.*⁴
- Una función de custodia y depósito central de los valores, como proveedor central de cuentas de valores para el conjunto del mercado, que permite la transferencia entre cuentas de distintos intermediarios financieros similar a las que se llevan a cabo entre cuentas corrientes de efectivo.
- Unida a esta función está la administración central de los valores, es decir, el procesamiento de los distintos hechos corporativos tales como pago de intereses, reparto de dividendos, determinación de los derechos de voto, prestación de servicios fiscales, etcétera.
- Por último, la función de liquidación, definida como *la operativa de un sistema de liquidación de valores como se define por la Directiva 98/26/EC (la denominada Directiva de Firmeza) y aquellos negocios que consistan en la ejecución de las órdenes de transferencia como se definen en la misma legislación propuesta.*⁵

3. LOS MERCADOS DE DERIVADOS OTC

Como se mencionaba en la introducción, el comienzo de la crisis financiera puso de manifiesto la falta de información disponible de los mercados de derivados *OTC*. Los reguladores reunidos en el G-20 en Pittsburgh en septiem-

² Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) (2003) «A Glossary of Terms Used in Payments and Settlement Systems», Bank for International Settlements, March, Basel, Switzerland.

³ Ibid.

⁴ European Commission (2011) «Public Consultation on CSDs and the Harmonisation of Certain Aspects of Securities Settlement in the EU», DG Markt G2 D(201)8641, European Commission, Brussels, 13th January.

⁵ Ibid.

bre de 2009 reconocieron el fallo estructural que presentaban estos mercados. Su tradicional opacidad tenía dos efectos altamente perniciosos: obstaculizaba el flujo de información que habría alertado a los supervisores del nivel de riesgo sistémico alcanzado en ellos e impedía la implantación de una política adecuada de gestión de riesgos entre los distintos intervinientes. Los mercados OTC son mercados descentralizados, en oposición a los organizados, que operan en plataformas centrales de negociación. En los mercados OTC los participantes contratan directamente entre ellos mediante teléfono, fax o correo electrónico, es decir, no utilizan las infraestructuras propias de un mercado organizado ni siguen normas de negociación, como las establecidas en éstos, que velen por la correcta y transparente formación de los precios accesibles a cualquier inversor independientemente de su perfil.

No obstante, esta característica no es óbice para que los mercados de derivados OTC puedan utilizar las infraestructuras de post-contratación, en especial las CCPs, si las partes que intervienen en una transacción acuerdan hacerlo así.

Sin embargo, lo cierto es que los mercados de derivados OTC apenas utilizan las CCPs como mecanismos de gestión de riesgos.

Los derivados OTC pueden clasificarse en cuatro categorías: futuros, opciones, swaps y exóticos. Dado que son contratos bilaterales, negociados directamente entre las partes, suelen configurarse habitualmente como contratos a la medida (*customized*) de los riesgos asumidos por las partes intervinientes. Recordemos que una transacción con derivados puede tener una de las siguientes razones de ser: cobertura, financiación, especulación o arbitraje.

Para tener una idea de la importancia alcanzada por los mercados de derivados OTC en la década previa al estallido de la crisis de 2007-2008, hay que considerar que entre junio de 1998 y mediados de 2008, este mercado pasó de tener un valor nominal de contratos abiertos de apenas 55 trillones de euros a 433. De junio 2001

a junio 2008, el mercado de derivados OTC creció en cerca de un 535% a una tasa anual media de un 33,68%.⁶

El tamaño relativo que supone esta enorme cantidad queda de manifiesto por el hecho de que los mercados de derivados OTC representan un 90% del total de los derivados negociados. Es decir, los derivados negociados centralmente (*on exchange*) son sólo un 10% del total de las transacciones ejecutadas sobre derivados en el mundo.⁷ Los mercados de derivados OTC son, con mucho, los mayores mercados financieros y son precisamente los menos regulados y con carencias estructurales y de infraestructura más evidentes.

Siguiendo el estudio de ECMI mencionado a pie de página, la naturaleza de las transacciones en derivados OTC comporta una serie de riesgos idiosincráticos de este tipo de mercados, a saber:

- Gran tamaño y complejidad de las exposiciones de riesgos entre los participantes.
- Elevados riesgos de contrapartida entre los intervinientes.
- Altos riesgos sistémicos.
- Financiaciones a largo plazo.

Estos riesgos estructurales de los mercados de derivados OTC se ven exacerbados por factores externos propios:

- La falta de transparencia incrementa el riesgo global de estos mercados.
- Los contratos entre las partes suelen implicar una relación contractual de largo plazo, con el consiguiente riesgo de un cambio drástico en la situación económica general o financiera particular de los intervinientes.
- El fallo de una contraparte puede implicar enormes riesgos sistémicos debido a que la

⁶ Shaping Reforms and Business Models for the OTC Derivatives Market. Quo Vadis? Diego Valiante ECMI Research Report No. 5/April 2010.

⁷ The Global derivatives market. A blue print for market safety and integrity. White Paper, Deutsche Börse Group. September 2009.



elevada concentración de riesgo de contrapartida entre los intervinientes puede producir un efecto dominó o contagio entre participantes.

- La alta concentración de esta operativa en entidades financieras de gran tamaño aumenta el riesgo sistémico.
- La existencia de muchos contratos a la medida entraña una complejidad añadida que coloca estos mercados bajo la constante amenaza de la falta de liquidez o de una insuficiente profundidad de mercado que incrementa significativamente el coste de reemplazo de los contratos.
- Los contratos no siempre están adecuadamente estandarizados o, cuando siguen un marco contractual común (*Master Agreements*) desarrollado por distintas asociaciones de participantes como la ISDA⁸, suelen tener cláusulas específicas propias y acudir a legislaciones muy diferentes entre sí, lo cual incrementa los riesgos legales. Y las incertidumbres legales, en especial en momentos de crisis, pueden minar el funcionamiento ordenado de los mercados financieros.

En consecuencia, ingentes volúmenes de transacciones entre intervinientes interconectados bilateralmente, sin una infraestructura adecuada para la gestión de los riesgos estructurales sumados a la opacidad de la información de los mercados de derivados OTC, fueron el caldo de cultivo de la expansión de la crisis financiera que estalló en 2007/2008.

4. ANÁLISIS Y ESTUDIO DEL CASO AIG⁹

AIG acumuló una cartera de inversión de más de 2,1 trillones de euros a través de su subsidiaria AIG Financial Products. AIG llegó a ser uno de los mayores proveedores de protección al crédito

a otros participantes en el mercado mediante el uso intensivo de *Credit Default Swaps* (CDSs).

En el año 2007 AIG incurrió en enormes pérdidas, a consecuencia de lo cual su *rating* fue degradado en mayo de 2008. Debido a esta rebaja de su calificación crediticia, AIG tuvo que entregar varios billones de dólares como colateral adicional destinados a la protección suplementaria de sus derivados OTC. Cuando en septiembre de 2008 sufrió posteriores rebajas de *rating*, AIG no pudo entregar más colateral en respuesta a los requerimientos de sus contrapartidas, que exigían mayores garantías para cubrir su riesgo creciente de contraparte. La Reserva Federal no tuvo más remedio que intervenir y rescatar la compañía AIG.

En el momento de su intervención, AIG tenía contratos de derivados OTC con cerca de 1.500 contrapartes. Del análisis de las exposiciones de algunos bancos con AIG, se constató que la caída de AIG podría representar hasta la pérdida de nada menos que un 30% de su capital, poniendo a dichas contrapartes al borde de su propia quiebra.

La opacidad de los mercados OTC unido a la quiebra de Lehman Brothers tuvo en aquel momento dos consecuencias.

En primer lugar, AIG consiguió construir su cartera de inversión sin que sus supervisores fueran conscientes del nivel de exposición al riesgo a largo plazo asumido por la compañía ni tampoco, en consecuencia, el nivel de concentración de riesgos que algunas contrapartes muy importantes habían alcanzado con AIG lo que las dejaba expuestas, por tanto, a un más que posible efecto dominó en caso de quiebra de dicha compañía. Este ejemplo constata el nivel de riesgo sistémico alcanzado y desconocido por los supervisores en el mercado de derivados OTC.

En segundo lugar, en septiembre de 2008, intervenida AIG (50.000 contratos de derivados OTC abiertos) por la Reserva Federal y quebrado Lehman Brothers (con 134.000 contratos de derivados OTC abiertos), la falta de transparencia de los mercados OTC jugó en su contra. En momentos como aquéllos de gran tensión en los mercados financieros, el desconocimiento de la

⁸ «International Swap and Derivatives Association».

⁹ Ibid.

exposición a ambas firmas por las entidades financieras de todo el mundo causó que el pánico se extendiera aún más por los distintos mercados financieros, por cuanto era desconocido por todos, y no sólo por los supervisores, sino también por los propios intervinientes, las exposiciones cruzadas entre el resto de contrapartidas con AIG y Lehman Brothers. Otros intermediarios «sonaban» (la rumorología hizo su agosto aquel septiembre...) como muy afectados por la situación de ambas compañías.

Sólo los mercados de valores tradicionales, servidos con la solidez de sus infraestructuras, en especial los mercados regulados y las contrapartidas centrales, sirvieron de dique de contención de la crisis financiera, por cuanto no dejaron de funcionar de forma más que eficiente y ejemplar en aquellos momentos tan dramáticos.

Demostrada la mayor eficiencia y seguridad de los mercados que utilizan las infraestructuras adecuadas, la reforma que los reguladores y supervisores mundiales impulsan apunta a la utilización de éstas por los mercados OTC, en especial, los de derivados.

5. LAS NUEVAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO PARA LOS DERIVADOS OTC

Como ya se ha mencionado, el G20, reunido en Pittsburgh en septiembre de 2009 adoptó la decisión de prescribir la negociación en mercados organizados o plataformas electrónicas de negociación y la compensación en cámaras de contrapartida central de todos los contratos de derivados OTC estandarizados (los no hechos a medida).

Asimismo, se acordó que los contratos que no pasaran por cámara (CCP) estuvieran sujetos a mayores requerimientos de capital. Por último, se establece que todos los contratos abiertos de derivados OTC pasen a ser registrados en una nueva infraestructura de mercado, los *trade repositories*.

Con estos acuerdos se pretende alcanzar tres objetivos fundamentales:

- a. Por un lado, propiciar que los derivados OTC que, siendo estandarizados, hoy no se negocian en plataformas de negociación, pasen a utilizarlas con el fin de mejorar y dar transparencia a este segmento de mercado. En definitiva, trata de que operaciones OTC que perfectamente pueden ejecutarse en plataformas pasen por ellas. En otras palabras: que dejen de ser OTC y pasen a ser derivados.
- b. Por otro, favorecer que los derivados OTC que por razones de necesidad de cobertura de riesgos concretos (*customized contracts*) continúen negociándose al margen de las plataformas, mejoren sus prácticas de gestión de riesgos debiendo para ello al menos utilizar las CCPs y sus servicios de «neteo» de posiciones entre los intervinientes.
- c. Por último, establecer las bases de una mayor transparencia de los mercados de derivados OTC, mediante la obligación de registrar los contratos en unas bases de datos abiertas a supervisores y de forma agregada al público en general, gestionadas por unas entidades de nueva creación denominadas repositorios de datos o *Trade Repositories*.

6. EL NUEVO PAPEL DE LAS CCPs EN LOS DERIVADOS OTC

Como ya antes se ha dicho, las CCPs no son una infraestructura de nueva creación. Su nacimiento se produjo con el objetivo de gestionar los elevados riesgos por apalancamiento a que los mercados de derivados listados abocaban a sus intervinientes.

Se trata ahora de expandir ese papel desde los derivados *on exchange* a los derivados *off exchange*.

Una CCP es una entidad que se interpone entre las contrapartes de un contrato, mediante la figura legal de la novación, tal y como ya se ha explicado.



Anticipábamos que las CCPs emplean mecanismos para controlar y contener los riesgos que asumen. Habitualmente son los siguientes¹⁰:

- Restricciones a las entidades financieras que pueden ser participantes directos (*direct clearing members*) de este selecto club, mediante el establecimiento de fuertes requisitos de capital, con el fin de que las entidades de contrapartida directa de las CCPs tengan el suficiente «músculo financiero».
- Establecimiento de límites de riesgos abiertos entre la CCP y sus entidades participantes directas.
- Implantación de garantías (colaterales) conforme a dichos límites con la CCP.
- Requerimientos de garantías adicionales en caso de que las determinadas inicialmente no sean suficientes para la cobertura de la exposición de riesgo de la contraparte con la CCP.
- En algunos casos, mutualización de las potenciales pérdidas en que la CCP podría incurrir y que no fueran cubiertas con las garantías disponibles (*loss sharing agreements*).
- Suficiente nivel de recursos propios de la CCP.
- Contratos con compañías de seguros externas para cubrir eventuales incumplimientos hasta un determinado importe.

La visión del G-20 es que mover los derivados desde el ámbito de la gestión de riesgos bilateral al *clearing* de la CCP es el camino más eficiente para reducir los riesgos inherentes al segmento OTC antes explicados. Así, las ventajas que aportan las CCPs mejorarían el mercado de derivados OTC en los siguientes ámbitos:

- Reducción y gestión del riesgo de contrapartida por una entidad, la CCP, cuya función principal es precisamente ésta.

- Reducción de las asimetrías de la información que los distintos intervinientes en el mercado poseen, ya sean éstos bancos grandes, pequeños o medianos, compañías de seguros, gestoras de inversión colectiva o empresas no financieras, etcétera.
- Reducción de la complejidad de los contratos de derivados OTC y, consecuentemente, incremento de la eficiencia.
- La consecución de niveles más elevados de «neteo» de las posiciones a liquidar entre intervinientes.

Los mecanismos actuales de gestión de riesgos de contrapartida en los derivados OTC se basan en acuerdos mutuos de gestión bilateral de las exposiciones al riesgo, colaterales intercambiados entre las partes y procesos de valoración propia de la evolución de las exposiciones y de su cobertura adecuada mediante las garantías ya entregadas.

Como los ejemplos de AIG y Lehman Brothers han demostrado, el riesgo de que una contrapartida incumpla no es teórico, sino muy real.

Una CCP, mediante su interposición, reduce la probabilidad de que un participante en el mercado acabe incumpliendo, por cuanto sus riesgos están determinados diariamente y controlados externamente por una entidad profesionalizada para la gestión del riesgo. Además, si finalmente se materializa el riesgo de incumplimiento, la CCP gestiona adecuadamente y minimiza sus consecuencias mediante procesos de intervención preestablecidos en sus reglas de funcionamiento, conocidas por todos sus participantes.

La interposición de la CCP, mediante la figura ya mencionada de la novación, traslada el riesgo de contrapartida de cada uno de los intervinientes hacia la CCP. Esta translación por sí misma no reduce el riesgo global de contrapartida del mercado. En principio, podría ocurrir lo contrario, dada la concentración de todos los riesgos del mercado en una única entidad, la CCP. Sin embargo, la disminución buscada se consigue mediante la interposición de CCPs debidamente protegidas con las líneas de defensa antes cita-

¹⁰ Organización de los mercados de derivados y las cámaras de contrapartida central. Javier González Pueyo. CNMV. Junio 2009.

das, vigiladas y controladas por los supervisores, por lo que su papel pasa a ser crucial para todo el mercado.

Sin embargo, no todos los contratos de derivados OTC son susceptibles de pasar por una CCP. Así lo reconocen las regulaciones que se están desarrollando, –Dodd-Frank y EMIR–. Para que una CCP pueda asumir las tareas de *clearing* de un contrato de derivados OTC es imprescindible que se cumplan una serie de requisitos.

En primer lugar es necesario que los contratos tengan unos niveles mínimos de estandarización y liquidez que permitan su gestión normalizada por la CCP por una parte, así como y una valoración razonable y la posibilidad de sustitución (o liquidación de la posición) llegado el caso, por otra.

EMIR y el desarrollo técnico del reglamento por parte de la Comisión con el asesoramiento de ESMA mediante la elaboración de estándares técnicos¹¹ establecen los requisitos necesarios para garantizar el cumplimiento de la obligación de compensar (*clearing obligation*) por las CCPs.

El reglamento establece los requerimientos exigidos a las CCPs para reforzar su seguridad mediante una estricta supervisión y control por los poderes públicos, así como los relativos a la interoperabilidad y gobernanza, sentando así las bases para una competencia leal entre CCPs sin que ésta afecte a la adecuada gestión de riesgos. En el desarrollo técnico de estos requisitos para las CCPs, la Comisión¹² ha seguido los Principios de CPSS-IOSCO para Infraestructuras de los Mercados Financieros, estándares de referencia para, entre otras infraestructuras de mercado, las CCPs¹³.

Por último, en aquellos casos en los que los contratos de derivados OTC, por sus especiales características o grados de «customización» no son susceptibles de ser gestionados por una CCP,

EMIR establece una serie de requerimientos técnicos en la gestión bilateral del riesgo que permitan al supervisor comprobar que las contrapartes actúan con la debida diligencia, mediante el empleo de procedimientos adecuados, establecidos para medir, controlar y mitigar los riesgos de contraparte y operativos, entre los que al menos se incluyen los siguientes:

- La confirmación a tiempo de los detalles del contrato de derivados OTC que no pasa por una CCP, mediante medios electrónicos cuando éstos estén disponibles.
- La reconciliación adecuada de las carteras de inversión de los contratos abiertos entre las partes.
- La gestión diaria de valoración de los contratos abiertos. Cuando no sea posible hacer dicha valoración contra mercado (es decir, si existen condiciones de valoración por existencia de mercado del contrato específico) o, si no es el caso, valoración contra un modelo específico.
- El intercambio de colateral entre las partes como garantía que cubra diariamente los riesgos del contrato.

En definitiva, se trata de que cuando las características intrínsecas de un contrato de derivados OTC hagan imposible la gestión del riesgo por parte de una CCP, al menos la gestión bilateral entre las contrapartes se acerque a lo que dicha CCP habría realizado de forma eficiente y estandarizada.

7. LOS TRADE REPOSITORIES

Los acuerdos del G-20 de septiembre de 2009 son la base de la creación de una nueva infraestructura de los mercados financieros. Se trata de los *trade repositories* (en adelante TR). Un *trade repository* o *swap data repository*, según se emplee la terminología europea o norteamericana respectivamente, es una entidad que recolecta información sobre contratos negociados en los mercados de derivados OTC. Un TR registra contratos y sus detalles.

¹¹ Commission Delegated Regulations 148, 149, 150, 151, 152 y 153/2013 y Commission Implementing Regulations 1247, 1248 y 1249/2012.

¹² *ibid*

¹³ Principles for financial market infrastructures, Committee on Payment and Settlement Systems & Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, April 2002, BIS & OICV-IOSCO.



Obviamente, los TRs no son una alternativa a las CCPs por diferentes razones. Si bien las CCPs registran ciertos datos de los contratos de derivados OTC, el nivel requerido, la «granularidad» de la información que los TRs mantienen, va mucho más allá de lo que las CCPs precisan para su gestión de riesgos. Además, como se ha dicho, no todos los contratos de derivados OTC se compensan en una CCP.

Por ello, ante la falta de transparencia de los mercados de derivados OTC, el G-20 impulsó la creación de TRs.

Los TRs están incluidos, a pesar de su reciente creación, en los Principios de CPSS-IOSCO para Infraestructuras de Mercados Financieros, al igual que los sistemas de pagos, sistemas de liquidación de valores, CCPs y CSDs, lo cual revela la importancia que los supervisores conceden a estas nuevas infraestructuras.

El objetivo principal de los TRs es ofrecer transparencia a un mercado caracterizado por su opacidad como ya se ha mencionado. Así lo afirma el CPSS-IOSCO en sus principios. La transparencia que los TRs proporcionan se deriva de la centralización y calidad de los datos registrados en su repositorio electrónico. Los TRs facilitan toda la información granular que los supervisores soliciten y estén autorizados a recibir en virtud de los poderes supervisores que tengan sobre los intervinientes en los contratos.

Adicionalmente, los TRs difundirán de forma agregada la información con la que cuentan, de tal manera que no sólo los supervisores se beneficien de una mayor transparencia, sino que los propios mercados lo hagan a su vez de un mejor conocimiento de las posiciones agregadas abiertas en contratos OTC, obviamente sin que se puedan identificar datos privados y confidenciales propiedad de las partes.

EMIR establece un marco de regulación y control para los TRs muy similar a lo dispuesto para las CCPs, con el fin de asegurarse un nivel de supervisión adecuado de esta nueva infraestructura de mercado.

Sin embargo, EMIR carece de una regulación simétrica en relación con las interconexiones

entre TRs, con lo que los incipientes proveedores de servicios de transparencia (TRs) pueden encontrarse con dificultades a la hora de facilitar la oportuna consolidación de información entre TRs competidores. Por ello, es necesario desarrollar unos niveles de interconexión adecuados entre TRs que faciliten la tarea de supervisión de los poderes públicos, a la vez que permita una competencia leal entre los distintos proveedores.

Inicialmente el proveedor de servicios de post-contratación de Estados Unidos, la DTCC, abogó con el apoyo de los 15 grandes bancos mundiales que más participan en los mercados de derivados OTC, por una solución única y global para todo el planeta. La realidad ha acabado imponiéndose y en distintas regulaciones desarrolladas de acuerdo con las recomendaciones del G-20 han surgido otros *Trade Repositories*, como es el caso de Europa, en donde una *joint-venture* entre la bolsa alemana (Deutsche Börse Group, mediante su filial CSD, Clearstream) y la española (BME, mediante su filial de CSD, Iberclear), denominada REGIS-TR®, está compitiendo con la DTCC en Europa, sin excluir llegar a acuerdos de marca blanca o de licencia de su software en otras jurisdicciones, fuera de Europa.

Desde nuestro punto de vista, los TRs son entidades que se asemejan mucho a los CSDs, por cuanto su función registral puede ser asimilable a la función notarial de éstos. Si bien es cierto, que el registro de los contratos en un TR no implica *per se* el nacimiento de las obligaciones entre las partes, a diferencia del caso de los CSDs, no es menos cierto que una evolución positiva de unas instituciones que todavía son nonatas, podría llevar a los reguladores a conferir esa función notarial a los TRs en beneficio de la seguridad legal entre las partes.

Adicionalmente, los TRs además de su función básica, la anotación en su repositorio de los contratos de derivados OTC, pueden ofrecer sobre esta base servicios voluntarios de más valor, como pueden ser funciones de case de instrucciones o servicios de valoración de las exposiciones de riesgos entre las partes que tanto ayudarían en aquellos contratos que, por no



pasar por CCP, precisan de una gestión de riesgos bilateral.

Por último, ya que en Europa EMIR obliga a registrar en TRs no sólo los derivados OTC sino también los listados, así como las transacciones también de los intermediarios no financieros, los TRs en Europa se configuran como una pieza con información global de los mercados de derivados, ya sean listados u OTC, o provenientes de intermediarios financieros o de empresas no financieras (*corporates*). Sobre estas premisas, servicios de gestión de colateral como los CSDs, Clearstream e Iberclear, están desarrollando, son un servicio adicional que parece que los intervinientes demandarán de los TRs europeos.

Sin duda, queda mucho por escribir sobre los *Trade Repositories*, por cuanto, al menos en Europa, su historia aun no ha comenzado. La obligación de *reporting* a TRs comenzará previsiblemente a principios de 2014.

8. CONCLUSIONES

La crisis financiera de 2007 y 2008, con la caída de Lehman Brothers e intervención de AIG en septiembre de 2008, puso de manifiesto las carencias y debilidades estructurales del mayor mercado financiero del mundo, el mercado de derivados OTC.

Al igual que cualquier mercado OTC, su opacidad provocó que los reguladores y supervisores del planeta desconocieran el nivel de exposición al riesgo alcanzado entre las contrapartes, así como la excesiva concentración al riesgo de algunas de ellas; lo cual provocó una oleada de desconfianza y pudo haber causado una caída del sistema financiero mundial, de haberse propagado la caída en cascada después de los casos de AIG y Lehman Brothers.

Por el contrario, sólo los mercados regulados, servidos por las infraestructuras de mercado, con

especial mención a Bolsas, CCPs y CSDs, aguantaron eficientemente el embate y dieron luz en la oscuridad.

Reunidos los reguladores y supervisores del G-20 en Pittsburgh en septiembre de 2009, acuerdan extender los beneficios de las infraestructuras al ámbito de los derivados OTC que no hacen uso de las mismas.

Así, básicamente se establece un nuevo papel para las CCPs, en cuanto tienen que asumir de forma obligatoria la compensación y gestión del riesgo de aquellos contratos que ESMA defina como susceptibles técnicamente de pasar por CCPs. Para aquellos que no lo sean, establece mecanismos obligatorios de gestión de riesgo bilateral e intercambio de adecuados colaterales entre las partes.

Por último, el G-20 acuerda la creación de una nueva infraestructura de mercado, los *Trade Repositories* que sirvan para facilitar la transparencia necesaria que la opacidad de los mercados OTC tienen, tanto a los supervisores, como al propio mercado en general.

Esperamos que las lecciones aprendidas de los mercados de derivados OTC sean aplicables a otros segmentos de contratación OTC, con especial mención a los de renta fija y los mercados de acciones, donde la necesaria existencia de casos excepcionales tratados mediante operativa OTC, no pueden constituir la norma o generalidad, tratando de burlar la transparencia que los supervisores demandan en aras de la protección de los inversores finales y de la propia seguridad de la arquitectura del sistema financiero en general. Arquitectura con la que los proveedores de servicios de infraestructura de mercado han demostrado en la crisis financiera de 2007 y 2008 y siguen demostrando en la operativa diaria, su fiabilidad, seguridad, neutralidad y transparencia en beneficio de emisores, intermediarios e inversores.



SEGUIMIENTO DEL PROCESO DE REFORMA DEL SISTEMA DE POST TRADING ESPAÑOL

Ignacio Santillán Fraile

Director General de Gestora del Fondo General de Garantía de Inversiones, S.A. (FOGAIN)

1. INTRODUCCIÓN

En el Observatorio correspondiente al año 2012, tuvimos ocasión de exponer las líneas generales de la reforma del sistema español de *post trading*, que incluye los ámbitos de compensación, liquidación y registro/custodia, todos ellos posteriores a la contratación de operaciones – ya sea a través de sistemas multilaterales de negociación, o se trate de operaciones ejecutadas de modo bilateral u OTC– y orientados, precisamente, a la ejecución eficiente de las prestaciones derivadas de éstas: la entrega de los valores al comprador y del dinero al vendedor.

En aquella ocasión, ya señalamos que una finalidad esencial de la reforma, era la adaptación del sistema español al proyecto de TARGET2Securities gestionado por el Banco Central Europeo.

Adicionalmente, hay que tomar como referencia las diferentes iniciativas regulatorias que a nivel europeo pretenden, por vez primera, armonizar este ámbito de la ejecución de operaciones sobre instrumentos financieros.

En concreto, la aprobación de un marco europeo de regulación de las entidades de contrapartida central por medio del Reglamento 648/2012, de 4 de julio (el denominado EMIR) y sus Reglamentos de desarrollo, constituye una referencia obligada en el diseño y funcionamiento de aspectos muy relevantes de la entidad o entidades de contrapartida central que operen en España conforme a la exigencia que contiene el artículo 31

bis, apartado 7 de la Ley del Mercado de Valores, para las operaciones ejecutadas a través de un sistema de negociación multilateral.

Asimismo, la Propuesta de un Reglamento sobre Depositarios Centrales de Valores (Reglamento de DCV) elaborada por la Comisión Europea en marzo de 2012 y actualmente en tramitación, también fijará el marco en que se deba desenvolver el sistema de liquidación y registro español en el futuro.

Un aspecto particularmente relevante dentro de este ámbito, es la fijación del plazo de liquidación. La Propuesta de Reglamento de DCV exige, en principio, que el plazo se fije en dos días para enero del año 2015. Esto podría obligar a modificar el plazo de liquidación en el sistema español –actualmente de tres días– a dos días cuando aún siga funcionando el sistema actual, lo cual sería ciertamente –aparte de innecesario– inoperativo.

Por tanto, la Reforma sigue adelante con la mirada puesta en la adhesión a TARGET2 Securities, y tomando como necesarias referencias regulatorias europeas, el Reglamento sobre Entidades de Contrapartida Central y el Proyecto de Reglamento de DCV.

La CNMV ha hecho público el día 13 de mayo de 2013 un documento denominado «Publicación de los documentos sobre los principales puntos de consenso alcanzados en el proceso de reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores en el Mercado español».

Por medio de este documento, como su mismo nombre indica, se han hecho públicos los avances en el proceso de reforma, indicando de forma separada las características de la reforma en los ámbitos de la compensación, y de la liquidación y registro. Adicionalmente, se detallan aspectos del sistema de tratamiento de la información y las implicaciones en el ámbito de la contratación o algunas implicaciones jurídicas –inevitables en cualquier caso en un proyecto de esta naturaleza y envergadura– del proceso de reforma.

En el presente trabajo, tendremos como referencia, en todo momento, el documento hecho público por la CNMV, y las referencias que en el trabajo se hacen a la reforma, se deben entender referidos al contenido de dicho documento publicado por la CNMV.

2. LÍNEAS GENERALES DE LA REFORMA

Como señalamos en el Observatorio del año 2012, la reforma del sistema español de *post-trading* tiene como líneas principales de diseño, las siguientes:

- El reconocimiento de la firmeza de las operaciones en el ámbito de la liquidación y menos cercano al actual de la contratación.
- La liquidación de operaciones por saldos, también en la pata de valores.
- Consecuencia de lo anterior, el establecimiento de un nuevo sistema de control del registro de valores, con eliminación del sistema de Referencias de Registro.
- La incorporación de una entidad de contrapartida central.
- La diferenciación funcional, desde la perspectiva de las entidades.
- Todo ello aplicado al sistema de liquidación de renta variable, si bien con una previsión de extensión a la Renta Fija.

Sobre estas premisas, se ha venido desarrollando el diseño funcional y operativo del nuevo sistema español de liquidación para Renta Variable.

Dicho proceso se está siguiendo desde un Comité de Coordinación creado *ad hoc*, y diversos comités específicos, correspondiendo el grueso del desarrollo del mismo a Iberclear.

3. ASPECTOS ESPECÍFICOS DE LA REFORMA EN COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN

El proyecto se orienta a una liquidación por saldos, con un sistema de registro en doble escalón y la interposición de una entidad de contrapartida central, al menos para las operaciones contratadas a través de sistemas multilaterales de negociación.

Son diversos los temas que se deben atender en este proceso y que detalla el documento hecho público, pudiendo identificarse fundamentalmente los siguientes:

3.1. ÁMBITO DE LA COMPENSACIÓN Y UTILIZACIÓN DE UNA ENTIDAD DE CONTRAPARTIDA CENTRAL (ECC)

Una Entidad de Contrapartida Central (ECC) es un instrumento de gestión de riesgos. Los elementos que caracterizan a las ECC son fundamentalmente el que constituyen entidades que se convierten en contrapartida de todas las operaciones realizadas en el mercado. Quienes fueron comprador y vendedor y, por tanto, asumieron inicialmente la obligación de entregar el dinero o valores, dejan de tener una relación jurídica directa y pasan a ser deudores de la ECC y acreedores de la misma, para cada operación.

Esto se produce mediante el mecanismo de la subrogación, esto es, sustitución de una persona –el vendedor original, por ejemplo– por otra persona –la ECC– en las obligaciones de entrega y en el derecho a recibir.

Esta subrogación jurídica se produce por efecto de la Ley que regula la ECC. Por tanto, se trata de una subrogación *ex lege* que se produce sin necesidad de intervención o manifestación algu-



na de las partes inicialmente obligadas a entregar el dinero y los valores.

De aquí se deriva uno de los primeros aspectos que la existencia de una ECC debe cubrir: la adecuada regulación legal de la subrogación. Sin ello, el resto de las previsiones legales y de funcionamiento de la ECC carecerían de eficiencia práctica.

Adicionalmente, las operaciones subrogadas se netean o compensan. Todas las operaciones en que una entidad miembro de la ECC y la propia ECC sean contrapartida en sentidos contrarios, se compensarán cuando se trate de obligaciones de entrega y recepción de dinero o de valores fungibles entre sí.

Esto quiere decir que el miembro que compense obligaciones frente a la ECC recibirá de ella o entregará, solo el saldo correspondiente, quedando en la responsabilidad de tal miembro la entrega efectiva de los valores y el dinero a cada uno de los clientes respecto de los que ha compensado posiciones.

Desde un punto de vista legal, por tanto, una ECC se fundamenta en la subrogación de obligaciones y la compensación de las posiciones derivadas de las mismas, entre la ECC y sus entidades miembros.

Algunos de los aspectos que el funcionamiento de una ECC requiere definir, y respecto de los cuales vamos a repasar muy brevemente las opciones de nuevo sistema, serán los siguientes:

– Tipos de activos y operaciones que acoge

De acuerdo con lo establecido en el artículo 31 bis apartado 7 de la Ley del Mercado de Valores, introducido por la Ley 32/2011, de 4 de octubre, las operaciones realizadas en los segmentos de negociación multilateral de los mercados secundarios oficiales y de los sistemas multilaterales de negociación deben necesariamente ser liquidadas con la previa interposición de una ECC.

El sistema está pensado para poder incluir en su momento las operaciones sobre Renta Fija en el mismo, siguiendo los mismos procedimientos

que para la Renta Variable. En concreto, el documento hecho público por la CNMV fija el horizonte de integración de la Renta Fija en esta nueva plataforma para el momento de incorporación del sistema español a TARGET2 Securities, en febrero de 2017.

Por último, las operaciones no ejecutadas en un sistema multilateral de negociación, podrán compensarse en la ECC a solicitud de las partes contratantes. Asimismo, se podrán incluir aquellas que se deriven de los términos de los acuerdos de interoperabilidad que cada ECC puedan tener establecidos con otros sistemas.

– Miembros de la ECC

El sistema de gestión de riesgos que supone una ECC, se compone de ésta y de sus miembros. Todas las operaciones que se llevan a compensar a una ECC tienen como contrapartida un miembro adherido a la misma que tiene frente a ella, las obligaciones recíprocas a las de la ECC.

Resulta por ello muy importante que los miembros de la ECC sean entidades adecuadamente gestionadas, con los medios necesarios y con un nivel de capitalización adecuado, aparte de la relevancia que tendrá un adecuado sistema de garantías que, en último término, serán las que den un mayor grado de seguridad para la ejecución de las operaciones en caso de incumplimiento.

Con la intención de permitir en lo posible, la adaptación de las facilidades del sistema a las diversas operativas propias y de clientes de las entidades financieras, al tiempo que asegurar un adecuado marco de gestión de riesgos, se definen diferentes tipos de miembros de la ECC.

Así, con carácter general, la primera distinción es entre entidades Miembros Compensadores Generales (MCG) de los Miembros Compensadores Individuales (MCI). Los primeros, serán entidades que, además de compensar frente a la ECC sus propias operaciones y las de sus clientes, podrán compensar operaciones ejecutadas por otras terceras entidades.

Se tratará de entidades con capacidades operativas y patrimoniales muy relevantes que asumirán frente a la ECC las obligaciones de entrega y los derechos de recepción correspondientes también, a entidades que no puedan llegar a estos medios, o que no estén interesadas en este particular aspecto de la cadena de valor, la compensación.

Los MCI son entidades que pueden compensar frente a la ECC las operaciones propias y las de sus clientes. Por esta limitada capacidad de actuación –junto con el obligado cumplimiento de las obligaciones de aportación de garantías– el nivel de recursos propios exigibles para acceder a esta condición será inferior al exigible a los MCG.

Las cifras concretas de recursos propios exigibles en un caso y en otro, es algo muy relevante para las entidades que puedan estar interesadas en incorporar la compensación a sus prestaciones. Se trata de un asunto aún no determinado, a la vista del documento de la CNMV.

Por último, las entidades contratadoras –aquellas que operan en el sistema de negociación– no tendrán que tener una relación directa con la ECC –siempre que acuerden con un MCG que éste asumirá la compensación de las operaciones por ellas ejecutadas en el sistema de negociación– si bien el sistema permitirá que aquellas de estas entidades que así lo quieran, puedan asumir un cierto nivel de obligación frente a la ECC a cambio de una separación de sus posiciones frente a ésta dentro de un MCG. A estas últimas entidades se les denomina Miembros No Compensadores Segregados, frente a los Miembros No Compensadores Ordinarios.

– *Tipos de cuentas y niveles de compensación en la ECC*

Uno de los elementos relevantes en el diseño de la ECC es la flexibilidad que la misma otorgue a las entidades compensadoras en la gestión de los riesgos de sus clientes y de las entidades que las designen como MCG.

Así, caben teóricamente varias posibilidades. Desde que se compensen frente a la ECC todas las posiciones –las de cuenta propia y las de los clientes– pasando porque se compensen separadamente las propias y las de clientes, o separadamente las de algunos clientes o las provenientes de una entidad negociadora o liquidadora concreta, hasta que se asuman las operaciones en bruto frente a la ECC.

Estos diferentes niveles de compensación frente a la cámara determinarán también, el tipo de cuentas que cada miembro compensador pueda abrir en la ECC. Así, abrirá una propia y otra de terceros o dentro de la de terceros, podrá abrir cuentas para clientes concretos, separadas en sus posiciones, en su compensación y garantías, de las demás posiciones de clientes.

El sistema español que se refleja en el documento hecho público por la CNMV apunta a permitir una gestión flexible por parte de las entidades compensadoras, permitiendo la apertura de cuentas al nivel que éstas deseen frente a la ECC, dependiendo de las relaciones o las características concretas o peticiones que tengan sus clientes.

Así, se podrá abrir una cuenta propia, y otra de clientes. También, se podrán abrir cuentas para un cliente concreto o para un intermediario financiero específico, cuando éste utilice el modelo de liquidación específico –denominado *modo ordenante*– que se prevé en el documento hecho público, que pueda utilizarse para compensar operaciones de tal intermediario cuando no estén aún desglosados sus correspondientes titulares.

En resumen, se trata de un sistema flexible, adaptable en principio a las necesidades concretas de sus miembros.

– *Garantías*

Como sistema orientado a la gestión de los riesgos de liquidación, la ECC debe poner en funcionamiento un sistema de garantías sólido, suficiente y previsible. Estas garantías entrarán en



funcionamiento cuando se produzca algún incumplimiento por parte de alguna entidad liquidadora –que puede ser la propia entidad compensadora actuando como liquidadora– que no sea resuelto por la correspondiente entidad compensadora que asumió la obligación correspondiente frente a la ECC.

Son diversos los temas a atender en el ámbito de las garantías. Así, al menos, determinar quién aporta garantías, establecer los cálculos para su cuantificación, los activos aceptables con sus correspondientes valoraciones, o los supuestos en que van a ser utilizadas –ejecutadas– y en qué orden.

En concreto, de acuerdo con el documento hecho público, la ECC contará con un sistema de garantías que incluye un régimen específico de cálculo de garantías individuales de cada miembro compensador (Garantías por Posición, Garantía Individual, Garantía Extraordinaria y Garantía Colectiva). Adicionalmente, la propia ECC asignará una parte de sus fondos propios a la cobertura de eventuales saldos negativos resultantes del incumplimiento de un miembro compensador que excedan las anteriores garantías.

También se incorpora un orden de ejecución de estas garantías que responde al principio de ejecución primaria de todas las aportadas por el miembro incumplidor; después las aportadas por la propia ECC, las aportadas a una Garantía Colectiva por los demás miembros y por último, los recursos propios de la propia ECC.

Como activos o instrumentos que se admiten como garantía, se mencionan el efectivo, la prenda de valores, la transferencia de la propiedad de valores, así como los avales a primera demanda que reúnan ciertos requisitos. Se echa de menos, en este ámbito, alguna referencia a un instrumento muy utilizado en la actualidad, como es la cobertura de seguro.

– *Gestión de incidencias*

La falta de entrega de valores o efectivo en una liquidación, debe ser atendida por la ECC ya que

ésta tiene comprometido el cumplimiento correspondiente frente a la contraparte en la operación original.

En el caso de falta de entrega de valores, ésta podrá ser sustituida por la toma a préstamo de valores por la ECC que, de esta manera, podrá atender la entrega correspondiente. Cuando ello no es posible, se acudirá a un proceso de recompra en caso que los valores no se entreguen en un plazo de cuatro días, y si ello tampoco es posible, se prevé una indemnización en efectivo de la entidad incumplidora a su contrapartida original.

Cuando se produzca un incumplimiento en la entrega de efectivo, la ECC tomará las medidas necesarias para proceder a la venta de los valores correspondientes. En caso de precisar liquidez hasta la liquidación de la venta, podrá utilizar transitoriamente las garantías que tenga constituidas a su favor, en efectivo.

– *Gestión de incumplimientos*

La gestión de incidencias, señalada en el apartado anterior, la diferencia el documento de la gestión de una situación de incumplimiento, que será aquella en que un miembro compensador no puede atender sus obligaciones por razones vinculadas a su solvencia.

Situaciones de incumplimiento se pueden dar en tres casos: por falta constitución o mantenimiento en tiempo y forma de las correspondientes garantías, por declaración de concurso o intervención del miembro compensador, o por cualquier otra circunstancia que ponga en riesgo la solvencia del miembro.

En estos casos, la ECC debe ordenar su forma de actuar y la utilización de las garantías que soporten esa actuación.

Por lo que respecta a la forma de actuar, el documento hecho público, prevé tres posibles medidas, aparte de la suspensión del miembro como tal o como negociador en caso de serlo.

Una primera, sería la realización de operaciones que reduzcan la posición de riesgo del miembro; otra sería el traspaso de las posiciones fren-

te a la ECC a una tercera entidad que sea miembro compensador. Esto implicaría que tales posiciones estén identificadas en las cuentas correspondientes, y que se puedan separar también las garantías que están vinculadas a dichas cuentas.

La tercera opción sería la de cerrar las posiciones, realizando operaciones de sentido contrario.

El sistema previsto en esta materia, dota a la ECC de la necesaria flexibilidad para adaptar las medidas correspondientes a la situación concreta, intentando afectar lo menos posible al ordenado funcionamiento del sistema y la efectiva liquidación de operaciones.

En la resolución de estos casos, la ECC utilizará las garantías aportadas por el correspondiente miembro compensador, siguiendo para ello el orden predeterminado como hemos precisado antes.

3.2. *ÁMBITO DE LA LIQUIDACIÓN DE OPERACIONES Y EL REGISTRO EN EL DEPOSITARIO CENTRAL DE VALORES (DCV)*

– Liquidación de operaciones

La liquidación de las operaciones implica el traslado del dinero y los valores de unas partes (entidades que operan por cuenta propia o de sus clientes) a otras. Esta operativa requiere, por tanto, poder traspasar valores de unos titulares a otros, dentro del sistema de registro de valores desmaterializados, como al tiempo, un enlace con el sistema de pagos correspondiente que traspase los efectivos en el sentido inverso. Este último se realiza en el nuevo sistema a través de las cuentas de efectivo abiertas por las entidades liquidadoras en TARGET 2.

Estas labores se asignan en el nuevo sistema al Depositario Central de Valores (DCV), es decir, a Iberclear, quien las realizará en el contexto de TARGET2Securities.

El DCV procederá a liquidar tres tipos de operaciones. Por un lado, aquellas que provengan de

una ECC. Estas operaciones se liquidarán por las cantidades resultado de las diferentes compensaciones en el ámbito de la ECC. Por ello, para el sistema de liquidación, estas operaciones constituyen una única instrucción de traspaso de valores y efectivo de una entidad a otra, pasando por una cuenta de la ECC en el DCV.

Asimismo, el DCV estará en condiciones de liquidar operaciones bilaterales que le sean comunicadas para su liquidación por las partes contratantes. Así, operaciones OTC también podrán ser liquidadas por el DCV, si bien con especificidades en materia de gestión de incumplimientos, como resulta obvio.

El DCV podrá también liquidar instrucciones de liquidación que reciba de otras infraestructuras, como por ejemplo, mercados o sistemas de negociación que no utilicen Entidad de Contrapartida Central.

Adicionalmente, será función del DCV la comunicación de titularidades a las entidades emisoras, dentro del régimen legal aplicable, así como la gestión de eventos corporativos.

– Registro de valores y control del mismo

El sistema de registro de valores representados por medio de anotaciones en cuenta, se sigue articulando como de doble escalón, al igual que en el sistema actual. Esto tiene implicaciones de tipo jurídico, y también operativas. Desde el primer punto de vista, el DCV abrirá para cada entidad adherida a su sistema, cuentas separadas para los valores titularidad de la entidad y para los pertenecientes a terceros, clientes. El tipo de cuentas que se pueda abrir a nivel de registro central no acaba aquí. También se permitirá la apertura de cuentas de clientes en el DCV, si bien gestionadas por la correspondiente entidad adherida.

Adicionalmente, desde un punto de vista operativo, el DCV tiene competencias para la determinación de la forma en que se debe proceder a los apuntes en el registro de detalle a cargo de las entidades. Esto afecta a las altas en el registro, a



las bajas, a las transferencias, a los cambios de titularidades, a las inclusiones y exclusiones, etc.

Este planteamiento implica, también, el establecimiento de mecanismos efectivos de supervisión del cumplimiento de las normas reguladoras del segundo escalón. Para ello, el DCV contará, como primera medida, con un sistema normalizado de llevanza de cuentas propias y de terceros y además, con procedimientos operativos de seguimiento, control y conciliación periódicos entre el DCV y sus entidades adheridas.

4. EL TRATAMIENTO DE LA INFORMACIÓN EN LOS SISTEMAS. EL INTERFAZ DE POSTCONTRATACIÓN (TPI)

En todo sistema de postcontratación, es esencial que estén adecuadamente identificados los flujos de información, los originadores y destinatarios de la misma, su contenido y el acceso a dicha información, ya sea con fines operativos o supervisores.

De acuerdo con el contenido del Anexo I del documento hecho público, la información va a alojarse y fluir a través de un sistema denominado TPI por medio del que se conseguirán dos objetivos:

- Que las diferentes entidades participantes y las infraestructuras (ECC y DCV) puedan utilizar la información necesaria para el cumplimiento de sus funciones o el desarrollo de sus actuaciones y
- Que la CNMV tenga acceso a la información que considere necesaria para sus labores de supervisión.

Este TPI no se define como una nueva infraestructura, sino como una funcionalidad operativa que pueda servir a las finalidades señaladas, tanto para las entidades participantes, como para las infraestructuras y el supervisor.

Una norma con el adecuado rango normativo, deberá regular tanto la introducción de información al TPI, como el acceso al mismo y a dicha información.

5. IMPLICACIONES DEL NUEVO SISTEMA PARA EL ÁMBITO DE LA CONTRATACIÓN

Actualmente, los miembros del mercado –entidades que cruzan operaciones en el mercado y particularmente, por lo que a la Renta Variable se refiere, en la Bolsa española– por el hecho de serlo, son entidades adheridas al sistema de liquidación y registro. Consecuencia de ello es que deben tener una relación directa con el gestor del mismo, Iberclear, al tiempo que deben aportar garantías para responder de la liquidación de las operaciones contratadas hasta tanto dicha liquidación no sea asumida por una entidad liquidadora.

Por otro lado, a día de hoy, no existen mecanismos específicos que permitan limitar la capacidad de un miembro del mercado para introducir nuevas órdenes en el mercado, esto es, para limitar su capacidad de contratación. Si bien de modo indirecto estas limitaciones existen– ningún miembro ejecutará un volumen de operaciones respecto del que no sea capaz de aportar las correspondientes garantías para la liquidación– no existen mecanismos específicos que limiten esta capacidad.

Esta situación cambiará con el nuevo sistema. Así, las implicaciones que el nuevo sistema puede tener para las entidades miembros del mercado serían sintéticamente las siguientes:

- Cada una de ellas deberá tomar una decisión de negocio para determinar si pretende limitar su actividad a la contratación o quiere incluir también la compensación, liquidación y/o registro. La condición de miembro del mercado no va a implicar la pertenencia al sistema de post-negociación como hasta la fecha, y las diferentes opciones de negocio deberán tener en consideración los requisitos operativos y patrimoniales, así como los costes y el enfoque de servicio a sus clientes.
- Como consecuencia de lo anterior, aquellos miembros del mercado que no quieran realizar la actividad de compensación, deberán designar un MCG que asuma la

responsabilidad de la ejecución de las operaciones por ellos contratadas. El establecimiento de esta relación contractual y el cumplimiento de los requisitos operativos, técnicos y de garantías y costes que ello implique, deberán ser afrontadas por tales miembros del mercado.

- El nuevo sistema va a incorporar la determinación de un límite para el volumen de contratación– de riesgo– que un miembro del mercado pueda introducir al sistema, esto es, contratar en el mercado. Este límite se fijará en atención a las garantías que tenga aportadas, en su caso, ante el correspondiente MCG. Tanto el MCG como la propia ECC podrán suspender o limitar la capacidad de un miembro del mercado para introducir nuevas órdenes o ejecutar nuevas operaciones en el mercado cuando las garantías aportadas no permitan mayores niveles de riesgo. Esta es también una novedad.
- Asimismo, como hemos señalado más arriba, el sistema se está diseñando de forma que los miembros del mercado puedan no tener vinculación alguna con la ECC o pueden tenerla si así lo desean. En este segundo caso, asumirán ciertas obligaciones en materia de constitución de garantías ante la ECC, al tiempo que podrán obtener en caso de precisarlas, la separación de las mismas y de sus posiciones en caso de insolvencia o incumplimiento de su MCG.
- A las novedades señaladas habrá que añadir, como implicaciones lógicas, la adaptación a los nuevos sistemas tecnológicos que se pongan en funcionamiento tanto con el sistema de negociación como con el de compensación y liquidación, en lo que proceda.

6. CALENDARIO PREVISTO PARA LA IMPLEMENTACIÓN DE LA REFORMA

El documento hecho público, contiene un cronograma para la ejecución y puesta en funcionamiento de todo el proceso de Reforma.

Así, detalla que el proceso se divide en dos fases. Una primera permitirá incorporar al nuevo sistema la Renta Variable. Ello se prevé que pueda ocurrir en el segundo trimestre de 2015.

En una segunda fase, el nuevo sistema se adherirá a TARGET2Securities y, al tiempo, se incluirá la Renta Fija en el mismo. Este segundo hito está previsto para febrero de 2017.

De acuerdo con el documento hecho público, la decisión de ejecutar la reforma en estas dos fases tiene como finalidad la de separar hitos tan trascendentes desde el punto de vista operativo y tecnológico como la introducción de una ECC y la eliminación del sistema de Referencias de Registro, de otros dos también relevantes como son la incorporación de la Renta Fija al nuevo sistema y la adhesión a TARGET2Securities.

Al tiempo, esta ejecución en dos fases permitirá tener un sistema ya probado antes de su incorporación a TARGET2Securities.

7. ALGUNAS CONSIDERACIONES FINALES

La reforma del sistema español de *post-trading* tiene como una principal finalidad la adaptación para la adhesión a TARGET2Securities. TARGET2Securities es un proyecto que abarca a toda Europa y va a concluir con un sistema único de liquidación de valores al que tienen comprometida su adhesión los diferentes DCV europeos.

TARGET2Securities funcionará como un prestador de servicios a todos los DCV. Todas las entidades adheridas a los DCV serán entidades participantes en TARGET2Securities a través de sus correspondientes DCV.

A través de TARGET2Securities se podrán liquidar las operaciones sobre valores así como las operaciones sobre efectivo que serán redirigidas al sistema de pagos TARGET2.

El documento publicado por la CNMV informa que el sistema español de liquidación y registro, gestionado por Iberclear, se incorporará a TARGET2Securities en febrero del 2017.



Junto a este marco, promotor y en parte definidor, de la Reforma en marcha, cabe destacar de la misma, su nivel de flexibilidad. Esto es predecible, tanto del ámbito funcional a que las entidades pueden adherirse, como en el nivel de cuentas y de operativa de las entidades compensadoras con sus clientes, en la gestión de riesgos, en las diferentes alternativas de contratación y liquidación, o en el acceso de las entidades a la información operativamente precisa.

Otra cuestión relevante en cualquier sistema de esta naturaleza, es el de su supervisión y seguimiento. Así, junto a la seguridad de tipo tecnológico, y la adecuada regulación jurídica que dé previsibilidad a las respuestas del ordenamiento a las diferentes fases, actuaciones o gestiones del sistema, también es un elemento de seguridad el sometimiento de los sistemas de *post-trading* a una adecuada supervisión.

En el nuevo sistema, esta supervisión se articula de diversas maneras. Por un lado, con el acceso por parte del supervisor a la información relevante para su función, a través del interfaz de postcontratación o TPI, cuya regulación debe ser clara en cuanto a las fuentes y accesibilidad a la

información. Por otro lado, en el sistema de supervisión y cuadro del sistema de registro de valores, donde debe finalmente alcanzarse un nivel que conjugue la necesaria supervisión del sistema con una operatividad y coste adecuados y comparables con sistemas de nuestro entorno.

Por último, el nuevo sistema va a requerir de todas las entidades que a día de hoy sean activas en negociación y en liquidación, un planteamiento de posicionamiento en términos de negocio y una adaptación tecnológica cuyos alcance y costes, no son aún del todo conocidos.

De acuerdo con todo lo anterior, se puede decir que el Proyecto de Reforma del sistema español de *post trading* al que prestamos atención desde este mismo Observatorio en el año anterior, sigue progresando. En este camino, el documento recientemente hecho público por la CNMV supone un elemento de definición del modelo de sistema y de aspectos muy relevantes del mismo, que deben ser complementados con documentos de contenido más técnico para que las entidades puedan avanzar en su adaptación tecnológica.

4. NUEVA REGULACIÓN DE PROTECCIÓN DEL CLIENTE MINORISTA



LA ORGANIZACIÓN INTERNA DE LAS ENTIDADES PARA UNA ADECUADA PRESTACIÓN DE SERVICIOS A SUS CLIENTES. NUEVA NORMATIVA EN MATERIA DE CUMPLIMIENTO NORMATIVO

Galo Juan Sastre Corchado¹

Director de Cumplimiento Normativo del Grupo Deutsche Bank en España

SUMARIO

- I. Introducción
- II. La cultura del riesgo y el buen gobierno
 - a. La cultura del riesgo
 - b. En el mejor interés del cliente
 - c. El riesgo reputacional
- III. El control interno de las ESIs
 - a. La existencia de procedimientos de control interno
 - b. La adecuada dotación de recursos. La formación técnica de las unidades de control
 - c. Los distintos controles internos
- IV. La función de cumplimiento normativo en la MiFID
 - a. Normativa vigente
 - b. La gestión del riesgo regulatorio
- V. La guía de ESMA en materia de cumplimiento normativo
 - a. Objetivos de la guía
 - b. La responsabilidad de la función de cumplimiento normativo
 - c. Requisitos organizativos
 - d. Su supervisión por el regulador
- VI. Consideraciones finales

los requisitos del órgano de verificación del cumplimiento de la MiFID²». Posteriormente en una comunicación de noviembre de 2012 indicaba que el regulador español se adhería a las mencionadas directrices cuya entrada en vigor estaba prevista para enero de 2013. En consecuencia, la CNMV tendrá en cuenta las directrices acordadas por ESMA a la hora de revisar la actividad desarrollada por el departamento encargado de verificar la adecuada implementación de la MiFID en cada Empresa de Servicios de Inversión (en adelante, ESI). De acuerdo con la información disponible la CNMV publicará a lo largo de los próximos meses una normativa específica al respecto³.

Es práctica habitual que el departamento de cumplimiento normativo se ocupe de esa función de verificación y, por tanto, las recomendaciones acordadas por el ESMA van dirigidas fundamentalmente a él. A lo largo de estos últimos años, la

1. INTRODUCCIÓN

En junio de 2012, ESMA publicó un documento bajo el título «Directrices acerca de ciertos aspectos de

¹ Las opiniones vertidas en el presente estudio son de exclusiva responsabilidad del autor, sin que en ningún caso puedan considerarse el parecer del Grupo Deutsche Bank al respecto.

² El documento puede consultarse en su versión en español en la página web de la CNMV <http://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={a350dfa0-745e-4b2f-b02e-63888a1bde65}>

³ En la actualidad la CNMV ha publicado el proyecto de Circular sobre los requisitos de organización interna y de las funciones de control de las entidades que prestan servicios de inversión, que probablemente se aprobará a lo largo de los próximos meses y que derogará la Circular 1/1998 de la CNMV sobre sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos.

función de cumplimiento normativo ha ido adquiriendo un mayor peso específico dentro de las instituciones financieras, siendo un elemento clave en el control interno de las entidades.

La función de cumplimiento interno juega un relevante triple papel. En primer lugar, determina la mejor estructura organizativa de las entidades de tal forma que se eviten, o en su caso se gestionen adecuadamente, los conflictos de interés que puedan surgir en la prestación de servicios de inversión. En segundo lugar, asesora a las distintas áreas de negocio para que actúen en todo momento en el mejor interés del cliente. Finalmente, tiene una labor de control para detectar aquellas posibles ineficiencias que puedan darse para su corrección.

Este amplio conjunto de medidas y funciones no es fácil de gestionar, máxime cuando hasta ahora en Europa no existía una normativa lo suficientemente desarrollada al respecto. Es cierto que la existencia de departamentos de cumplimiento normativo empieza a generalizarse en la década de los 90, y la MiFID ya aborda el papel que deben jugar dentro de las ESIs. Tras su transposición a nuestro ordenamiento jurídico, el artículo 70 ter de la Ley del Mercado de Valores (en adelante, LMV) establece, como uno de los requisitos de organización interna, la existencia de dicha función y el artículo 28 del Real Decreto 217/2008 sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, enumera una serie de principios básicos para su correcto funcionamiento.

Sin embargo, el auge experimentado en los últimos años por la función de cumplimiento normativo requería una normativa mucho más detallada y extensa. La publicación de las directrices de ESMA ha coincidido en el tiempo con una profunda reforma de la normativa que regula la prestación de servicios de inversión. Como consecuencia de la crisis financiera y de los cambios normativos previstos, en especial la reforma de la MiFID⁴, las ESIs están abordando cambios

muy relevantes en sus modelos de negocio, principalmente en materia de distribución de productos de inversión.

A lo largo del presente artículo analizaremos el efecto que las directrices de ESMA tendrán en el órgano encargado de verificar el cumplimiento de la MiFID. La guía aborda tres aspectos claves: las responsabilidades a desarrollar por la función de cumplimiento normativo, cuáles deben ser los requisitos organizativos que las entidades financieras deben cumplir y, finalmente, su supervisión por el regulador.

El buen gobierno de las entidades financieras juega un papel cada vez más relevante en la correcta prestación de los servicios de inversión. Por ese motivo, antes de abordar las recomendaciones propiamente dichas, es necesario enmarcar el papel de la función de cumplimiento normativo dentro de la estructura interna de las ESIs y, más en concreto, dentro de las áreas de control interno.

Dentro de ese buen gobierno, dos reflexiones nos ayudarán a comprender mejor el papel de la función de cumplimiento normativo. La adecuada prestación de los servicios de inversión es una tarea de toda la organización (alta dirección, áreas de negocio y departamentos de control interno). En los últimos años se ha extendido el concepto de «*cultura del riesgo*» para resaltar que todos los empleados de las ESIs tiene que ser muy conscientes de la importancia de desarrollar su actividad en el mejor interés del cliente y de acuerdo con los procedimientos establecidos por cada entidad. En segundo lugar, la función de cumplimiento normativo es uno de los tres departamentos de control interno junto con las áreas de gestión de riesgos y la auditoría interna. Las entidades deben establecer una estructura de

⁴ En diciembre de 2010 la Comisión Europea publicó un documento de trabajo con el título «*Review of the Markets*

in Financial Instruments Directive (MiFID)» con el que se inicia la reforma de la actual Directiva. En diciembre de 2011 la Comisión Europea adopta una propuesta de Directiva. En diciembre de 2012 es el Parlamento Europeo quien adopta su propio texto. De acuerdo con el proceso de codecisión, es necesario el acuerdo entre ambas instituciones comunitarias para la aprobación de la nueva Directiva (MiFID 2). Dicho acuerdo podría producirse a lo largo del segundo semestre de este año.



control eficaz que evite solapamientos e ineficiencias.

II. LA CULTURA DEL RIESGO Y EL BUEN GOBIERNO

A. LA CULTURA DEL RIESGO

Para un adecuado funcionamiento de las ESIs, todos los empleados de la entidad tienen que ser conscientes de los riesgos que se derivan de la prestación de servicios de inversión. En los últimos años, se ha extendido el concepto de «cultura del riesgo» que hace referencia al conjunto de medidas adoptadas por las ESIs y que determinan la forma en que los riesgos se gestionan en su día a día.

Las ESIs han puesto en marcha una serie de iniciativas para favorecer esa «cultura del riesgo» entre todo el personal, centradas en dos principios básicos: a) el cliente es el centro de la entidad, b) ningún negocio es admisible si puede generar un riesgo reputacional.

Las entidades piden a todos sus empleados que sean conscientes de los riesgos asumidos en la prestación de servicios de inversión y los gestionen de una forma rigurosa y eficiente. Su gestión no es, por tanto, una competencia exclusiva de las áreas de control interno. La «cultura del riesgo» de una entidad determina el comportamiento de todos los empleados en el ejercicio de sus funciones.

A continuación analizaremos con algo más de detalle cada uno de estos dos principios fundamentales.

B. EN EL MEJOR INTERÉS DEL CLIENTE

Una de las principales consecuencias de la crisis financiera ha sido la pérdida de confianza de los clientes en las instituciones financieras. Todos los organismos internacionales han puesto de manifiesto que la salida de la crisis pasa por el desarrollo de políticas que combinen de forma adecuada

tres conceptos básicos: a) estabilidad financiera, b) solvencia de las instituciones financieras y c) protección de los inversores.

La agenda regulatoria es muy amplia y las iniciativas adoptadas como, por ejemplo, la reforma de la MiFID (MiFID 2) que previsiblemente se aprobará a lo largo de este año, persigue que las entidades faciliten servicios de inversión acordes con las necesidades de los inversores, gestionándose los conflictos de interés que puedan surgir siempre en el mejor interés del cliente.

Todos los inversores tienen que recibir una información adecuada sobre los servicios prestados. La información que las entidades faciliten a sus clientes debe ser completa, transparente y fácil de comprender. En materia de distribución de productos financieros, sin lugar a dudas la actividad financiera más cuestionada en los últimos años, las entidades deben ofertar productos acordes con los objetivos de inversión de los clientes, manteniendo una adecuada información sobre su evolución y adoptando las necesarias medidas para favorecer su liquidez.

No es el objetivo de este artículo revisar el grado de protección del consumidor de servicios de inversión. En estos momentos hay un amplio abanico de iniciativas adoptadas a nivel internacional al respecto⁵, pero sí resaltar cuales son los aspectos fundamentales y que, como veremos más adelante, deben ser una referencia imprescindible para el departamento de cumplimiento normativo. A mi juicio, son cuatro los principios básicos a considerar:

- Prestación de servicios de inversión acordes con las necesidades y objetivos de inversión de los clientes.
- Gestión de los conflictos de interés siempre en el mejor interés del cliente.
- Información adecuada para una correcta toma de decisiones.

⁵ Sastre Corchado G.J., «La reforma de la MiFid (MiFID2) en materia de distribución de productos de inversión. La protección de los inversores» páginas 119-124. Revista de Derecho del Mercado de Valores nº12 (año 2013). Editorial La Ley.



- Evitar prácticas injustas y establecer mecanismos para la resolución de las quejas de los clientes.

En los últimos años se ha avanzado de forma muy significativa en materia de protección del inversor. Iniciativas como la MIFID 2 reforzarán todavía más sus derechos en los próximos años. Siendo importante la existencia de una regulación que proteja de forma adecuada los intereses de los clientes, también es muy necesario resaltar que la «cultura del riesgo», entre otras cosas, implica que el cliente debe ser en todo momento el centro de interés de toda entidad financiera. No se trata solo de cumplir con una normativa, se trata de mantener relaciones estables con los clientes en el largo plazo mediante su fidelización. En un entorno tan competitivo, la captación de clientes no es una tarea sencilla, es necesario conseguir que dicha relación se mantenga y solo se logrará ese objetivo si la prestación de servicios de inversión es en interés de ambas partes.

Por tanto, la «cultura del riesgo» implica una red comercial bien formada, capaz de gestionar las relaciones con sus clientes en el mejor interés de este último. El control interno debe incidir precisamente en la adecuada formación de todos los empleados, especialmente de aquellos con un mayor trato con los clientes.

Como veremos más adelante, la guía de ESMA en materia de cumplimiento normativo incide en todos estos aspectos.

C. EL RIESGO REPUTACIONAL

Podemos definir el riesgo reputacional como el impacto negativo que puede tener en la imagen pública de una entidad financiera la prestación de un servicio de inversión en contra de lo establecido por la normativa vigente.

La prestación de servicios de inversión se basa en la confianza que los clientes depositan en las entidades financieras, conscientes de que en todo momento primará el interés del cliente y el cumplimiento de las normas que regulan los merca-

dos de valores. La protección de los inversores es un objetivo irrenunciable para cualquier ESI.

Todas las entidades tienen un código de conducta donde se establecen los principios básicos que deben guiar la relación de la entidad con sus clientes, reguladores y, en general, con aquellos terceros con los que una entidad mantiene algún tipo de interacción. Estos códigos rigen el comportamiento de los empleados para que, en el desarrollo de sus funciones, actúen en todo momento con honestidad e integridad.

En los últimos años el concepto de riesgo reputacional ha adquirido una gran relevancia para cualquier entidad financiera. La imagen pública de una entidad es su mejor activo y preservar su buen nombre es fundamental para mantener la confianza no solo de los clientes, sino también de los reguladores, accionistas, inversores y de toda la sociedad.

En resumen, en toda «cultura del riesgo» está muy presente mantener la buena reputación de la entidad, si bien es cierto que la literatura económica no se pone de acuerdo en una definición exacta de su significado. A los efectos de este trabajo, basta resaltar la trascendencia de promover en todas las ESIs un comportamiento ético de sus empleados y unos procedimientos de control interno que establezcan medidas efectivas al respecto.

III. EL CONTROL INTERNO DE LAS ESIS

A. LA EXISTENCIA DE PROCEDIMIENTOS DE CONTROL INTERNO

El sector financiero es uno de los sectores más regulados y donde los procedimientos de control interno han tenido un mayor desarrollo. Se combinan dos aspectos fundamentales, por un lado las entidades deben prestar sus servicios siempre en el mejor interés de sus clientes, pero además deben contribuir a un correcto funcionamiento de los mercados.

Un robusto control interno contribuye de forma muy significativa a una adecuada presta-



ción de servicios de inversión. Por ejemplo, las ESIs con amplias redes comerciales, no solo deben contar con procedimientos que permitan la distribución de productos de inversión en los términos que establece la MIFID, sino que deben establecerse una serie de controles internos que garanticen su efectividad.

Es práctica habitual entre las ESIs el diseño de un sistema de control interno con tres niveles. Un primer nivel vinculado a las propias áreas de negocio, un segundo nivel desarrollado por la función de cumplimiento normativo y de riesgos y un tercer nivel que corresponde a la auditoría interna. Las entidades tienen que conseguir una gestión eficaz de sus controles y evitar solapamientos innecesarios e ineficientes.

B. LA ADECUADA DOTACIÓN DE RECURSOS HUMANOS Y MATERIALES. FORMACIÓN TÉCNICA DE LAS UNIDADES DE CONTROL INTERNO

Las funciones de control interno deben contar con medios humanos y materiales suficientes. Es responsabilidad de la alta dirección dotar a los distintos niveles de control de los recursos necesarios para el correcto desempeño de sus funciones, siendo necesaria su constante revisión.

Este principio básico no es sencillo de llevar a la práctica y más durante un periodo de crisis donde los recursos humanos «escasean» no sólo en el ámbito privado sino también entre los reguladores.

Tampoco la normativa aclara exactamente cómo medir si las entidades han asignado los recursos necesarios a las distintas funciones de control interno. Únicamente podemos recurrir a dos principios básicos como son: a) complejidad de las actividades desarrolladas por la entidad, y b) principio de proporcionalidad.

C. LOS DISTINTOS CONTROLES INTERNOS

A continuación repasaremos muy brevemente las actividades de control de segundo y tercer nivel,

sin considerar la función de cumplimiento normativo, ya que es el principal objetivo de este artículo.

c.1. *El segundo nivel de control. La gestión del riesgo operacional*

Las ESIs tienen una amplia experiencia en la gestión de este tipo de riesgos. Basilea II establece la necesidad de su consideración a los efectos de cálculo de capital. No es el objetivo de este artículo analizar los modelos de gestión de riesgo derivados de la normativa de Basilea, simplemente indicar su efectiva implementación⁶. Si inicialmente la gestión del riesgo operacional estaba centrada en actividades como Tesorería o mercados hoy es una práctica extendida a todos los negocios en función de sus riesgos.

El riesgo operacional mide las posibles pérdidas para una entidad como consecuencia de fallos en sus procedimientos operativos o de control interno o por causas ajenas a la entidad. El riesgo operacional cubre un amplio abanico de situaciones no siempre fácilmente medibles, pero que pueden tener un significativo impacto en los resultados de una entidad. De acuerdo con los criterios de Basilea se excluiría el riesgo estratégico, de negocio o reputacional.

En ese amplio número de eventos que se engloban dentro del ámbito del riesgo operacional destacan, en lo referente al adecuado cumplimiento de la MiFID, todo lo relacionado con posibles debilidades en el desarrollo de procedimientos operativos, incumplimientos legales o actuaciones contrarias de los empleados a los procedimientos establecidos por una entidad en la prestación de servicios de inversión.

Tras la entrada en vigor de la MiFID las entidades han tenido que modificar sustancialmente sus procedimientos operativos para su adaptación a los nuevos requisitos normativos. Sin

⁶ García Ribas, J., «Marco de gestión del riesgo operacional». La gestión del riesgo operacional de la teoría a su aplicación, páginas 183-190. Ediciones 2010.



embargo, la realidad ha puesto de manifiesto que en muchos casos no se han seguido en todo momento, dando origen a las situaciones que todos conocemos. No es fácil establecer procedimientos que deban ser seguidos por un amplísimo número de personas, por tanto, las entidades vienen reforzando la automatización y el control de sus procedimientos operativos especialmente en todo lo referente a la distribución de productos de inversión.

Todas las áreas de negocio, así como el resto de departamentos de una entidad, deben identificar, cuantificar y gestionar sus riesgos operacionales. Esa necesaria cuantificación y autoevaluación debe realizarse teniendo en cuenta la probabilidad de que se produzca una pérdida «operacional» y su efectiva cuantía.

La gestión de todo riesgo operacional exige una continua revisión de los procedimientos internos. A los efectos del cumplimiento de la normativa MIFID este control es esencial para detectar ineficiencias en el día a día de una entidad.

c.2 *El tercer nivel de control. La auditoría interna*

El cierre de todo este sistema de control por niveles corresponde a la auditoría interna. Sus funciones incluyen el examen, la evaluación y el seguimiento de la adecuación y eficacia del control interno en su conjunto.

La función de auditoría interna evaluará periódicamente el conjunto de controles implementados por las ESIs detectando posibles deficiencias y proponiendo las correspondientes mejoras.

La naturaleza, los procedimientos y los trabajos de la auditoría interna están muy regulados. Su principal objetivo es revisar la fiabilidad e integridad de los sistemas operativos y de control, así como el cumplimiento de las políticas y procedimientos establecidos por la entidad para la correcta prestación de servicios de inversión. Por tanto, esa auditoría interna abarca aspectos operativos, de gestión y de calidad.

IV. LA FUNCIÓN DE CUMPLIMIENTO NORMATIVO EN LA MIFID

A. *NORMATIVA VIGENTE*

Desde la década de los 90 es práctica generalizada la existencia de departamentos de cumplimiento normativo dentro de las ESIs cuyo objetivo fundamental es la gestión del riesgo regulatorio. En los últimos 20 años hemos asistido a un crecimiento muy significativo de la regulación de los mercados de valores, con el doble objetivo de un funcionamiento más transparente y una mayor protección de los inversores.

La importancia de los mercados de valores en el crecimiento económico de un país, la existencia de un alto número de inversores minoristas o en Europa la creación de un mercado integrado han justificado esta amplia regulación, aunque no exenta de voces críticas, por lo que algunos analistas han considerado una hiperregulación que genera importantes costes al sector financiero⁷.

Un entorno normativo tan amplio y complejo ha generado un importante riesgo regulatorio. Su adecuada gestión por las entidades ha sido la causa del importante desarrollo de la función de cumplimiento normativo en los últimos años. Con una normativa cada vez más compleja y en continuo crecimiento las entidades no pueden permitirse incumplimientos normativos en el ejercicio diario de sus actividades. Como veremos más adelante, es muy importante también gestionar todo cambio normativo. Las entidades deben valorar el impacto que sobre su actividad tiene los cambios normativos previstos e influir en todos los procesos de consulta.

En este sentido, los reguladores han adoptado en los últimos años un análisis de coste / beneficio a la hora de aprobar nuevas normas. Toda normativa genera un coste para las entidades y hay que valorar si los beneficios para el mercado

⁷ Quintás Seoane, J.R., «La gestión del riesgo normativo en el sistema financiero». Revista galega de economía n°16, páginas 4-12.



y los inversores en general compensan los costes en los que deben incurrir las ESIs.

La existencia de la función de cumplimiento normativo se convierte en requisito obligatorio para todas las ESIs a partir de la aprobación de la MiFID. Tras su implementación en España, la LMV en su artículo 70 ter establece como uno de los requisitos de organización interna la existencia de un órgano de verificación que desempeñe la función de cumplimiento normativo bajo el principio de independencia. Las principales tareas encomendadas por la MiFID son: a) controlar y evaluar regularmente la adecuación y eficacia de los procedimientos establecidos para la detección de riesgos y b) la adopción de medidas para hacer frente a posibles deficiencias.

El Real Decreto 217/2008 sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, dedica el artículo 28 a establecer los principios básicos que deben regir su funcionamiento, para garantizar su eficiencia e independencia. Los principios básicos que enumera son los siguientes: a) autoridad, experiencia y acceso a toda la información relevante, b) nombramiento de un responsable que deberá informar a la alta dirección, c) no podrán participar en la prestación de servicios ni en otras actividades que controlen, y d) su sistema de remuneración no debe comprometer su objetividad.

B. LA GESTIÓN DEL RIESGO REGULATORIO

Como departamento de control interno, adopta una estructura enfocada a la gestión del riesgo regulatorio. Ciertamente la normativa de la MiFID se limita a establecer su obligatoriedad y formular una serie de principios básicos sobre su funcionamiento. A lo largo de estos últimos años, su desarrollo no ha sido del todo homogéneo entre todas las ESIs. Sus funciones concretas y su encaje dentro de la estructura interna de las entidades varían de una organización a otra. Inicialmente en muchas entidades existía una combinación de funciones con otros departamentos. En algunos casos con el departamento legal, otros con el de riesgo operacional y en menor medida

con la auditoría interna. Hoy en día salvo, en entidades pequeñas donde es necesario aplicar el principio de proporcionalidad, es un departamento con funciones propias distintas a la de otras áreas de control interno.

No es el objetivo de este artículo revisar en detalle las funciones concretas que desempeña la función de cumplimiento normativo, pero para entender mejor la Guía de ESMA, es conveniente una breve reflexión sobre su actividad diaria. También es necesario resaltar que los reguladores consideran que la función de cumplimiento normativo debe tener un papel más activo⁸ dentro de la estructura de control interno de las ESIs.

Las principales funciones que se derivan de la gestión del riesgo regulatorio son: revisión de la estructura organizativa de la entidad, gestión de los conflictos de interés, asesoramiento a las distintas áreas de negocio a la hora de prestar los distintos servicios de inversión, control de los procedimientos establecidos por la entidad (MiFID, Abuso de mercado...), formación del personal, revisión de los procedimientos para la gestión de reclamaciones, reporte a la alta dirección y relación con los reguladores.

Las entidades deben establecer una estructura organizativa que fije claramente funciones y responsabilidades entre la alta dirección, áreas de negocio y funciones de control interno⁹. Esa estructura organizativa debe limitar la existencia de conflictos de interés, especialmente cuando las entidades prestan un amplio conjunto de servicios de inversión. Cuando no sea posible evitar un conflicto se deberán establecer los procedimientos correspondientes para su adecuada gestión y registro.

La prestación de servicios de inversión exige un amplio número de requisitos, especialmente

⁸ ESMA Consultation paper Guidelines on certain aspects of the MiFID compliance function requirements página 6. Diciembre 2011.

⁹ Dubosson, M. y Fragniere, E., «Identifying and mitigating perceived risks in the bank chain: a new formalization effort to address the intangible and heterogeneous natures of knowledge-based services». Operational risk toward Basel III, páginas 98-105. Ed. Wiley Finance año 2009.

en materia de distribución de productos financieros o desempeño de actividades fiduciarias. La función de cumplimiento normativo tiene que asesorar a las distintas áreas de negocio para que los procedimientos establecidos se adecúen a la normativa vigente y favorezcan el mejor interés del cliente.

Esa función de asesoramiento no es suficiente, como función de control interno de segundo nivel tiene también que revisar de forma periódica la efectividad de sus procedimientos, mediante el análisis de los controles de primer nivel establecidos por las áreas de negocio y sus propios procedimientos de control.

El cumplimiento de la normativa MiFID es una tarea de todo el personal, especialmente de aquellas personas encargadas directamente de prestar los servicios de inversión. La normativa MiFID es amplia y compleja y, por tanto, las ESIs deben destinar los recursos necesarios a la formación de todo el personal. En la mayoría de las entidades, es responsabilidad de los departamentos de cumplimiento, el diseño de unos planes de formación que deben tener en cuenta las peculiaridades de cada uno de los servicios prestados.

El objetivo último de toda entidad es la prestación de servicios de inversión a sus clientes y, por tanto, siempre deben de actuar en su mejor interés. La protección de los inversores exige que las entidades se tomen muy en serio las reclamaciones que puedan recibir, gestionando todas ellas de forma justa. No es tarea de la función de cumplimiento normativo su gestión, pero sí supervisar la actuación de los departamentos de atención al cliente. Como veremos más adelante, las reclamaciones de los clientes son una fuente esencial de información.

Toda esta actividad debe ser puesta en conocimiento de la alta dirección, no solo para su valoración, sino para su evaluación y adopción de las necesarias medidas. En su labor de asesoramiento y apoyo a la alta dirección, la función de cumplimiento normativo no debe únicamente limitarse a informar sobre la situación de la entidad, si no que debe proponer medidas concretas para una mejor gestión del riesgo regulatorio.

Finalmente, la función de cumplimiento normativo actúa de enlace con el regulador. Todas las entidades en su normativa interna dan una prioridad absoluta a la colaboración con el regulador, en un entorno cada vez de mayor supervisión. También esa relación estrecha con el regulador debe ser una fuente de información esencial para cumplir con lo establecido por la MiFID.

V. LA GUIA DE ESMA EN MATERIA DE CUMPLIMIENTO NORMATIVO

A. OBJETIVOS DE LA GUÍA

El pasado mes de julio de 2012 ESMA publicó un documento titulado «Directrices acerca de ciertos requisitos del órgano de verificación del cumplimiento de la MiFID». En noviembre de 2012 la CNMV comunicaba que se adhería a dicho documento y, por tanto, en su labor de inspección y control tendría en cuenta lo indicado por ESMA.

Ya hemos visto que el artículo 70 ter de la LMV y el artículo 28 del Real Decreto 217/2008 sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión establecen como un requisito de organización interna la existencia de un órgano de verificación que desempeñe la función de cumplimiento normativo bajo el principio de independencia.

La MiFID y sus desarrollos sólo se habían centrado en el establecimiento de una serie de principios básicos que debían regir su funcionamiento. Aunque la existencia de este tipo de departamentos está consolidada entre las ESIs, es cierto que el sector demandaba una normativa más completa que permitiera definir de forma más homogénea para todas las entidades cual debe ser el papel a jugar por la función de cumplimiento normativo.

ESMA considera que estas directrices clarificarán las funciones y requisitos que deben cumplir todo departamento de cumplimiento normativo, contribuyendo de esta forma a una interpretación más uniforme y coherente de todos los



requisitos de estructura organizativa que la MIFID ha establecido. Esa convergencia contribuirá a mayor armonización en la prestación de servicios financieros, redundando así en una mejor protección de los inversores.

ESMA establece un total de 11 directrices básicas, cada una de ellas con una serie de directrices complementarias. El conjunto de directrices pueden agruparse en tres grandes apartados: a) la responsabilidad de la función de cumplimiento normativo, b) sus requisitos organizativos, y c) la supervisión de la función de cumplimiento normativo por la autoridad competente.

A lo largo de este apartado repasaremos cada uno de estos tres bloques.

B. LA RESPONSABILIDAD DE LA FUNCIÓN DE CUMPLIMIENTO NORMATIVO

La función de cumplimiento normativo debe desarrollar su actividad de supervisión bajo el enfoque del riesgo y de acuerdo con el principio de proporcionalidad.

Tres son los aspectos a señalar en este conjunto de directrices: 1) la evaluación del riesgo regulatorio, 2) el establecimiento de un plan periódico de revisión de todos los servicios prestados por la entidad, y 3) la información a la alta dirección y el asesoramiento a las áreas de negocio.

b.1 *La evaluación del riesgo regulatorio*

Las ESIs han desarrollado un conjunto de procedimientos para garantizar que la prestación de los servicios de inversión se efectúa acorde con la normativa vigente. La función de cumplimiento normativo tiene que evaluar el riesgo de incumplimiento¹⁰ de la MiFID a la hora de determinar sus funciones y objetivos (asesoramiento y supervisión).

¹⁰ De la Mata Muñoz, A., «La función de cumplimiento normativo en el nuevo entorno de la MiFID. El incumplimiento de la normativa como nuevo riesgo para las entidades». Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros (año 2008), páginas 226-228. Fundación de Estudios Financieros.

En primer lugar, será necesario identificar correctamente los servicios y actividades de inversión que cada entidad presta, así como los tipos de instrumentos financieros distribuidos. A partir de esta identificación, la función de cumplimiento normativo deberá trabajar con las distintas áreas de negocio para determinar cuáles son los procedimientos más adecuados para el desarrollo de cada servicio de inversión.

Es práctica habitual el establecimiento de procedimientos muy estandarizados para identificar y gestionar adecuadamente el riesgo regulatorio de cada servicio de inversión. La función de cumplimiento normativo juega un papel relevante como soporte a la alta dirección y a las áreas de negocio al:

- Identificar y valorar los distintos riesgos regulatorios a los que se enfrenta la entidad.
- Centrar los esfuerzos de la entidad en aquellos riesgos más relevantes, utilizando los siempre escasos recursos de la forma más eficiente posible al priorizar aquellos riesgos más críticos.
- Proponer procedimientos que contribuyan a mitigar los riesgos regulatorios, identificando correctamente el riesgo residual, una vez se implementen las medidas acordadas.

Todo este procedimiento y metodología requiere del establecimiento de una serie de indicadores que permitan evaluar el potencial impacto de un incumplimiento regulatorio. Esa evaluación suele ser una matriz que combina, por un lado, la probabilidad de un incumplimiento y, por otro, el impacto que dicho incumplimiento podría tener en la entidad (por ejemplo, impacto en la cuenta de resultados, posible sanción de un regulador, riesgo reputacional...). Como se indicaba en el apartado anterior, a partir de esa evaluación inicial, se adoptan una serie de medidas con el fin de reducir de forma significativa ese riesgo inicial ya que es prácticamente imposible su eliminación total. Las metodologías utilizadas suelen hablar de riesgo residual para refe-

rirse a aquel riesgo que permanece tras la adopción de las medidas. Serán por tanto las entidades las que deberán de evaluar si ese riesgo residual es lo suficientemente poco significativo a la hora de prestar un servicio de inversión.

La evaluación y gestión del riesgo regulatorio debe ser un proceso permanente que exige una revisión continua para identificar lo antes posible errores en la valoración de los riesgos y la efectividad de las medidas adoptadas, para poder solucionar las deficiencias detectadas.

b.2. *La implementación de planes periódicos de revisión*

ESMA considera necesario que la actividad de cumplimiento normativo se planifique adecuadamente. De esta forma, su ejercicio se desarrolla de una forma más transparente y es más fácil su valoración y supervisión tanto por la alta dirección como por los reguladores. Por este motivo, requiere una estandarización de su actuación mediante la elaboración de planes periódicos de actuación.

Ya hemos visto que el primer objetivo de la función de cumplimiento normativo era asesorar a la entidad a la hora de determinar cuáles son los procedimientos a seguir para cada servicio de inversión prestado. Con este segundo conjunto de directrices, ESMA resalta la importancia de una revisión periódica de los procedimientos establecidos para valorar en todo momento si siguen siendo eficaces. Además, también requiere una evaluación continua de las medidas de control.

La planificación de sus trabajos periódicos de revisión sigue basándose en el enfoque del riesgo, priorizando aquellas actividades más críticas para la entidad. ESMA no aconseja una determinada metodología a la hora de elaborar los planes de actuación. La guía considera que son los propios departamentos de cumplimiento normativo quienes tienen que establecer el alcance de sus revisiones y la metodología y herramientas a utilizar.

Una de las novedades más significativas de la guía es la inclusión de inspecciones «*in situ*» a las áreas de negocio para verificar la aplicación práctica de sus políticas y procedimientos. A mi juicio, el regulador requiere que la función de cumplimiento normativo adopte los procedimientos de actuación de un auditor; algo que probablemente hasta ahora no era muy común.

En consecuencia, los planes de revisión deben combinar procedimientos de supervisión a distancia, con visitas a las propias áreas de negocio. Por ejemplo, pensemos en este segundo caso, en la visita a sucursales bancarias para comprobar la efectividad de los procedimientos de distribución de productos financieros. En este caso esa revisión supondría, entre otras cosas, verificar que un gestor comercial conoce los procedimientos a seguir en cada momento y utiliza las herramientas establecidas a tal fin. Que los responsables de operaciones verifican que la documentación facilitada a los clientes ha sido la correcta y que toda la documentación está debidamente cumplimentada y archivada.

Junto a esas inspecciones «*in situ*», la mayoría de las revisiones a realizar se harán mediante procedimientos de supervisión a distancia. Cada entidad deberá diseñar su metodología y las herramientas a utilizar. Algunas de las herramientas más difundidas se refieren a los sistemas de: a) registro de conflictos de interés, b) autorización de operaciones personales, y c) acceso a los distintos registros oficiales que la Ley del Mercado de Valores establece.

Respecto a los registros oficiales que la LMV establece, tras la promulgación por la CNMV de la Circular 1/2010 sobre información reservada de las ESIs se establece la obligatoriedad de comunicar periódicamente al regulador un amplio conjunto de información estadística sobre los distintos servicios de inversión prestados. Esta información ha pasado a ser una de las principales herramientas de supervisión no solamente para el regulador, sino también para la propia entidad.

A mi juicio, una adecuada revisión de la información que contienen los estados reservados es



hoy, para cualquier función de cumplimiento normativo, un magnífico sistema de supervisión a distancia. En primer lugar, permite tener una visión global de las principales actividades desarrolladas por la entidad, el número y perfil de los clientes, la importancia de los distintos procedimientos de distribución de productos de inversión, los tipos de productos financieros distribuidos por la entidad...

La función de cumplimiento normativo es el segundo nivel de control. Las áreas de negocio como primer nivel de control deben de remitir información periódica sobre sus propios sistemas de control operacional, indicando aquellas cuestiones más significativas que se han detectado. Efectivamente, sus planes de actuación deben de incluir una revisión constante de los procedimientos de control establecidos por las áreas de negocio y una valoración de las incidencias detectadas y de las soluciones adoptadas.

Los planes de revisión también deben de tener en cuenta aquellas incidencias detectadas por la auditoría interna, por auditores externos o por el propio regulador. Cualquier deficiencia detectada dará origen al correspondiente plan de actuación que deberá ser aprobado y supervisado por el departamento de cumplimiento normativo.

Finalmente ESMA incide en un tema que cada vez adquiere una mayor relevancia para las entidades financieras como son las reclamaciones de sus clientes. Las entidades disponen de departamentos de atención al cliente que deben desarrollar ese cometido con total independencia. Como señala la guía en su punto 26, el departamento de cumplimiento normativo debe considerar las reclamaciones de los clientes como una fuente de información relevante en el marco de sus responsabilidades generales de control.

En resumen, ESMA considera necesario que las actuaciones que desarrolle la función de cumplimiento normativo se planifiquen adecuadamente para dotarlas de una mayor efectividad y transparencia, combinándose las inspecciones «*in situ*» con las revisiones a distancia. Deberá desarrollar sus propias herramientas de supervisión,

pero teniendo en cuenta en todo momento los controles establecidos por las propias áreas de negocio, así como otras informaciones esenciales como puedan ser requerimientos del regulador, auditorías o las reclamaciones de los clientes.

b.3) *La información a la alta dirección y el asesoramiento a las áreas de negocio*

Uno de los objetivos de la MiFID fue reforzar el buen gobierno de las entidades. La MiFID 2 incide en el papel cada vez más activo de la alta dirección en la promulgación de las normas de conducta de la entidad.

Las distintas áreas de control interno son el principal soporte de la alta dirección en el ejercicio de sus funciones de supervisión. Bajo su dependencia jerárquica, la función de cumplimiento normativo debe informar periódicamente de sus actuaciones proponiendo a la alta dirección las medidas a adoptar para un adecuado funcionamiento de la entidad.

La guía no añade nada nuevo a lo establecido en materia de periodicidad de los mencionados informes, será cada entidad quien lo determine, aunque al menos deberá realizarse anualmente. Como parece evidente, la función de cumplimiento normativo deberá informar de forma rápida y específica cuando se detecten asuntos puntuales significativos relativos al cumplimiento de la MiFID.

Como hemos visto anteriormente, ya es práctica habitual que los departamentos de cumplimiento normativo elaboren una memoria anual con las principales actuaciones realizadas, incluyendo aquellas propuestas que considere convenientes. El documento de ESMA se limita a enunciar de forma breve su contenido, entre el que destaca: a) eficacia del sistema de control de los servicios de inversión prestados, b) resumen de las principales conclusiones de la revisión de las políticas y procedimientos, c) riesgos detectados, d) inspecciones «*in situ*» efectuadas...

Realmente las directrices son tan generales que cada entidad deberá diseñar su propio

modelo. El informe no debe limitarse a una mera descripción de las actuaciones realizadas, debe incluir valoraciones de la función de cumplimiento normativo y propuestas concretas a la alta dirección. También es importante que la alta dirección tenga una visión global del riesgo regulatorio teniendo en cuenta la relevancia de cada una de las áreas de negocio. No es posible en este artículo revisar con un cierto grado de detalle un modelo de informe, pero sí me gustaría señalar algunos aspectos relevantes:

- **Plan de revisión acordado por la función de cumplimiento normativo.** Dado que la guía de ESMA insiste en que la función de cumplimiento normativo establezca planes periódicos de revisión, es lógico pensar que el informe indique el grado de cumplimiento del plan, las principales actuaciones realizadas y la propuesta de la función de cumplimiento sobre su plan de actuación para el siguiente ejercicio.
- **Valoración del riesgo regulatorio en función de la importancia de cada área de negocio.** Un segundo apartado, sería una valoración de los distintos servicios prestados por la entidad, incluyendo información estadística al respecto. La alta dirección tiene que ser consciente en todo momento de la importancia de los distintos servicios financieros prestados desde un punto de vista del riesgo regulatorio. Por ejemplo, el número de clientes a los que se prestan servicios financieros y su tipología, los productos de inversión más distribuidos, los servicios financieros prestados entre distintas áreas de negocio. En entidades en que la información sobre las áreas de negocio es cada vez más restringida y se trabaja cada vez más en «silos» es fundamental tener esa visión de conjunto que va a permitir a la alta dirección centrar sus esfuerzos en aquellas actividades más críticas para la entidad.
- **Principales deficiencias detectadas y planes de remediación.** Una vez se detecta cualquier deficiencia en los procedimientos

de la entidad es necesario aprobar un plan de remediación. Todo plan tiene que identificar claramente su alcance y contenido, el departamento responsable de su implementación y el plazo de implementación.

- **Gestión de las reclamaciones de los clientes.** No sólo se trata de resolver las quejas de cada cliente en particular. Ya hemos señalado que son una fuente esencial de información y un elemento clave a la hora de mejorar los procedimientos de la entidad.
- **Relación con los reguladores.** El Departamento de cumplimiento normativo es el interlocutor habitual con el regulador. Los requerimientos que puedan remitir también son una fuente muy relevante de información.
- **Posibles cambios en la normativa vigente.** Es importante que las entidades adapten sus procesos lo antes posible a los cambios normativos que puedan producirse. Dentro de su interlocución habitual con el regulador, la función de cumplimiento debe valorar el impacto de las nuevas normativas y trabajar en aquellos procesos de consulta que el regulador abra como paso previo a la aprobación de cualquier norma. No se trata únicamente de informar de los cambios normativos previstos, es preciso una «gestión del cambio normativo¹¹», ese análisis debe incluir el impacto de dicha normativa en cada área de negocio y los plazos de implementación.

C. REQUISITOS ORGANIZATIVOS

En el apartado anterior se han revisado las principales tareas encomendadas a la función de cumplimiento normativo, todas ellas de gran relevancia en el funcionamiento interno de la entidad y en la correcta prestación de los servicios de inversión.

¹¹ Alonso Alonso, E., Los informes de cumplimiento normativo; Compliance. Cuaderno nº14 de la colección «Derecho para ingenieros» páginas 32-33. Editorial La Ley.



El ejercicio de este amplio y significativo conjunto de funciones, requiere de una adecuada dotación de recursos. La Guía de ESMA señala claramente que la alta dirección es responsable de dotarla de los medios necesarios.

El diseño de la función de cumplimiento normativo debe tener en cuenta la propia tipología de servicios prestados por la entidad y su complejidad. Por tanto, son dos los elementos a tener en cuenta: a) las distintas actividades desarrolladas por la entidad y b) sus principales magnitudes. La función de cumplimiento tiene que conocer en profundidad cada una de las actividades desarrolladas y su importancia cuantitativa para determinar los riesgos inherentes derivados de la prestación de cada uno de esos servicios de inversión.

En primer lugar, se determinará el grado de complejidad de la entidad desde el punto de vista de la gestión del riesgo regulatorio. Las entidades a la hora de desarrollar su actividad deben eliminar o, en su caso, gestionar adecuadamente los conflictos de interés que pudieran derivarse. También será importante valorar los productos de inversión ofrecidos, las relaciones transfronterizas de la entidad o la tipología de clientes.

A partir del análisis anterior, la alta dirección estará en mejor disposición para determinar los recursos humanos y materiales necesarios requeridos por la función de cumplimiento normativo. Como señala ESMA en el punto 45, este es un análisis permanente ya que la alta dirección deberá comprobar con regularidad si la plantilla sigue siendo adecuada para desempeñar sus obligaciones.

Una vez definidos los recursos deberá analizarse las competencias necesarias que los miembros de la función de cumplimiento normativo deben cumplir. El responsable de la función deberá poseer la suficiente experiencia profesional y el conocimiento de las actividades de la entidad para poder evaluar el riesgo regulatorio. En algunos países incluso se llega a examinar por parte del regulador las cualificaciones del responsable de la función de cumplimiento normativo como paso previo a su nom-

bramiento. Del resto del personal del departamento también se exige un adecuado conocimiento de la MiFID y de la normativa del mercado de valores. Esto significa que las entidades deben establecer planes continuos de formación.

Para poder ejercer sus funciones no es suficiente disponer de los medios necesarios, ni que sus responsables acrediten la suficiente experiencia para el desempeño de sus funciones. Es imprescindible disponer de la autoridad necesaria para un ejercicio independiente de sus atribuciones. En este sentido, debe elevar a la alta dirección aquellas recomendaciones que considere necesarias para un adecuado funcionamiento de la entidad. Para favorecer su independencia, cuando la alta dirección considere más adecuado no seguir sus recomendaciones deberá justificarse y documentarse.

La función de cumplimiento debe tener una posición jerárquica que le permita influir en la actividad de la entidad. La guía indica en su punto 57 que el responsable de la función de cumplimiento normativo debería ser nombrado y sustituido por la alta dirección o por el órgano de supervisión.

Finalmente, se requiere que la función de cumplimiento normativo tenga acceso a toda la información relevante de la entidad. Eso implica acceso a cualquier base de datos u otros sistemas de información, informes de auditoría internos o externos, asistencia a las reuniones de la alta dirección.

D. SU SUPERVISIÓN POR EL REGULADOR

El último bloque de directrices de ESMA se centra en la supervisión que los reguladores deben realizar sobre el seguimiento de la MiFID en materia de cumplimiento normativo.

La CNMV valorará la estructura de la función de cumplimiento normativo como paso previo a la autorización de cualquier nueva ESI. Para las ESIs ya constituidas realizará una evaluación continua de su adecuado funcionamien-

to. Ese análisis continuo se basará también en un enfoque del riesgo regulatorio. Cuando la CNMV detecte incidencias significativas en su funcionamiento bien en cuanto a sus estructura operativa (medios humanos y técnicos, jerarquía, independencia, autoridad...) u otros incumplimientos de la MiFID en la prestación de servicios de inversión, las entidades deberán acordar el correspondiente plan de remediación que incluirá un plazo razonable para su implementación.

VI. CONSIDERACIONES FINALES

No es habitual que la literatura económica aborde el análisis de la prestación de servicios de inversión desde el punto de vista de la organización interna de la entidad. Sin embargo, el buen gobierno de las ESIs contribuye de forma muy significativa a conseguir que las entidades financieras actúen siempre en el mejor interés del cliente y cumplan con la normativa de los mercados de valores.

Para un correcto funcionamiento de las entidades es necesaria una clara asignación de funciones y responsabilidades y un adecuado equilibrio en el papel asignado a la alta dirección, las áreas de negocio y los departamentos de control interno (riesgo operacional, cumplimiento normativo y auditoría).

La MiFID ha requerido a la alta dirección una involucración más efectiva en la supervisión de la actividad de las entidades para garantizar que todos los empleados de la entidad cumplen con los procedimientos establecidos. La reforma de la MiFID incluye cambios muy significativos en materia de normas de conducta para conseguir una mejor protección de los inversores. Entre sus nuevas tareas se encontrará precisamente una mayor revisión de las distintas funciones de control interno.

Las áreas de control interno son el principal apoyo de la alta dirección en el ejercicio de sus funciones. Su funcionamiento debe regirse por tres principios básicos: independencia, gestión

del riesgo y proporcionalidad. Esa independencia surge desde el propio nombramiento de sus representantes ya que cualquier cambio deberá ser comunicado al regulador, sin que su actuación pueda venir condicionada por intereses particulares. En segundo lugar, su funcionamiento debe estar orientado a la gestión del riesgo.

Sin embargo, la gestión del riesgo no es solo una tarea de las funciones de control interno sino que abarca a toda la organización. La «cultura del riesgo» hace referencia al conjunto de medidas adoptadas por una entidad que determina la forma en que los riesgos financieros se gestionan en el día a día por todos los empleados de la entidad. La función de cumplimiento debe promover esa cultura mediante los correspondientes planes de formación.

La mayoría de las entidades han adoptado un enfoque de control interno basado en tres niveles. Un primer nivel ligado a las áreas de negociación, un segundo nivel de control asignado a la función de cumplimiento normativo y de riesgos y un tercer nivel de control asignado a la auditoría interna. Es importante esa clara asignación de funciones y responsabilidades para evitar duplicidades e ineficiencias.

La publicación por ESMA el pasado mes de junio de 2012 de su Guía sobre la función de cumplimiento normativo va a contribuir significativamente a aclarar sus funciones y responsabilidades de segundo nivel.

Los departamentos de cumplimiento juegan un papel muy relevante dentro de las ESIs a la hora de gestionar el riesgo regulatorio. Quizás la guía de ESMA insiste únicamente en las funciones de control a desarrollar. Una lectura muy nominal del texto puede dar esa impresión, pero conviene no olvidar que la función de cumplimiento no es sólo un órgano de control y apoyo a la alta dirección, sino que debería ser el principal asesor de las áreas de negocio para conseguir una adecuada prestación de servicios de inversión.

A lo largo del artículo se ha repasado brevemente sus principales directrices agrupadas en tres bloques: a) la responsabilidad de la función



de cumplimiento normativo, b) sus requisitos organizativos y c) la supervisión de la función de cumplimiento normativo por la autoridad competente.

La responsabilidad de la función de cumplimiento normativo se centra en la evaluación del riesgo regulatorio, de tal forma que los servicios de inversión se presten en el mejor interés del cliente y de acuerdo con lo normativa MiFID. Para conseguir ese objetivo será necesario establecer planes sistemáticos y recurrentes de revisión de los distintos procedimientos adoptados por la entidad en el desempeño de sus actividades. Como área de control interno, su función no debe limitarse a elevar informes a la alta dirección de la situación de la entidad, sino que deberán incluir propuestas concretas de actuación para su aprobación. Tras la reforma de la MiFID la alta dirección deberá justificar aquellas decisiones adoptadas distintas a las propuestas por la función de cumplimiento normativo.

El desempeño eficiente de esta función requiere un papel mucho más proactivo de los departamentos de cumplimiento normativo, una adecuada organización y unos recursos humanos y materiales suficientes. En primer lugar, es necesaria una posición jerárquica que permita la suficiente independencia de las áreas de negocio, pero también el necesario grado de influencia dentro de la organización. En segundo lugar, sus miembros deberán contar con la necesaria experiencia y formación para el correcto desempeño

de sus funciones. Finalmente, la entidad deberá dotarla de los adecuados recursos. Éste es probablemente el tema que en un futuro suscitará un mayor debate. Nadie duda de la lógica de este principio, pero la realidad es que no es fácil valorar en la práctica cuáles son esos medios necesarios. Es imprescindible que los reguladores en un futuro próximo establezca una serie de directrices al respecto.

Finalmente, ESMA establece que los reguladores deberán supervisar como las ESIs cumplen con lo establecido por la MiFID respecto a la función de cumplimiento normativo, tanto en el proceso de autorización de una ESI como durante el proceso de supervisión continua de las ESIs ya constituidas. La CNMV deberá valorar si el departamento de cumplimiento normativo dispone de los recursos necesarios para el desempeño de sus funciones y la cualificación de sus responsables.

El supervisor también vendrá obligado a utilizar un enfoque orientado a la gestión del riesgo para determinar si las medidas adoptadas por la entidad para cumplir lo establecido por la MiFID son las adecuadas y, en consecuencia, la función de cumplimiento normativo desempeña sus funciones de forma adecuada. Cuando de su actuación inspectora se deduzca que una entidad no cumple con los requisitos establecidos otorgará un plazo determinado para que se subsanen las deficiencias detectadas.



LA REFORMA DE LA MIFID Y LA MAYOR PROTECCIÓN DEL INVERSOR MINORISTA

Gregorio Arranz

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN
2. ASESORAMIENTO Y GESTIÓN DE CARTERAS (Artículo 24)
3. NUEVA REGULACIÓN DE LOS SERVICIOS DE MERA EJECUCIÓN (Artículo 25.3)
4. REGLAS SOBRE INCENTIVOS (Artículo 24. 1 c)
5. EL PRINCIPIO DE EJECUCIÓN ÓPTIMA (Artículo 27)
6. OTRAS CUESTIONES

1. INTRODUCCIÓN

La reforma de la MIFID, no habiendo sido aprobados los textos finales cuando escribo estas líneas, además de afectar fundamentalmente a la mejora de los diferentes sistemas de negociación, también incluye una serie de novedades importantes dirigidas a fortalecer la protección del inversor minorista.

La nueva MIFID o MIFID II, son en realidad dos propuestas normativas de nivel 1, una directiva y un reglamento, incluyéndose todos los temas que vamos a tratar en este artículo en la primera de ellas. Las propuestas de la Comisión Europea (CE) son ambas del 20 de octubre de 2011.

El texto todavía vigente de la Directiva de nivel 1 (Directiva 2004/39/CE), dedica de forma específica una sección a las «Disposiciones para garantizar la protección del inversor»¹, incluyendo

los siguientes artículos cuyo contenido tiene relación con nuestro tema:

Artículo 19.– «Normas de conducta para la prestación de servicios de inversión a clientes», dónde, entre otros extremos, se trata de:

- a) Principios de actuación honesta, imparcial y profesional a favor de clientes.
- b) Obligación de informar a los clientes, *pre* y *post-contractual*.
- c) Tests de conveniencia y de idoneidad (este último para los servicios de asesoramiento y gestión de carteras).
- d) Servicios de «mera» ejecución.
- e) Registro de contratos.

Artículo 21.– Regulación del principio de ejecución óptima.

Artículo 22.– Normas de gestión de órdenes de clientes.

La Directiva de nivel 2 (Directiva 2006/48/CE) desarrolla de forma muy extensa las previsiones de la MIFID (Directiva de nivel 1) que hemos citado, especialmente en su Capítulo III «Condiciones de funcionamiento aplicables a las empresas de inversión», dónde además se regulan figuras no previstas expresamente en la MIFID, como los incentivos y la custodia de los instrumentos financieros.

Hay que destacar que la MIFID y su Directiva nivel 2 ya contienen una regulación muy completa de las normas de conducta y, en general, de las normas que disciplinan la relación entre las empresas que prestan servicios de inversión y sus

¹ Integrada en el Capítulo II «Condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión», del Título II «Condiciones de autorización y funcionamiento de las empresas de inversión».

clientes, sobre todo si éstos son minoristas, yendo mucho más allá que su predecesora, la Directiva de Servicios de Inversión (Directiva 93 /22 /CE).

La reforma ahora planteada no afecta a todas las cuestiones arriba citadas pero sí a la mayoría de ellas. En su documento explicativo de la propuesta, la CE enfatiza la importancia que tuvo la MIFID en su día, pero destaca que en determinados aspectos es necesario incrementar y mejorar la protección del inversor minorista. Así, ahora se incorporan nuevas reglas –siempre más exigentes para la empresa de servicios de inversión (ESI) y muy tuitivas para el pequeño inversor– principalmente, en los siguientes campos:

- Servicios de asesoramiento y gestión de carteras.
- Regulación de los servicios de «mera» ejecución.
- Reglas sobre incentivos, que por primera vez se incorporan a la norma de nivel 1.
- Principio de ejecución óptima.

Al escribir estas líneas la reforma de la MIFID todavía no ha sido aprobada. El Parlamento Europeo (PE) aprobó ya el texto con sus enmiendas el 26 de octubre del 2012 (introduciendo importantes cambios con respecto a la propuesta de la CE), y el Consejo lo hizo en junio de 2013 habiéndose iniciado la llamada fase de «trílogo», dónde la Comisión, el Consejo y el Parlamento tratan de aproximar posturas y llegar a un texto final único.

La propuesta contiene –como ya es regla en la regulación financiera comunitaria– abundantes habilitaciones para que se dicten normas de nivel 2 (normas de implementación y estándares técnicos, que de alguna forma presagian un futuro «rulebook» único en este campo).

En este trabajo nos centraremos en la propuesta de la CE, pero teniendo en cuenta también las enmiendas del Parlamento, con frecuencia muy novedosas, y en menor medida las propuestas del Consejo relativamente escasas y no «firmes» por no haber conseguido todavía la Presidencia irlandesa cerrar un texto de consenso. El

carácter todavía muy abierto de importantes puntos indudablemente dificulta la exposición que a continuación hacemos de las principales novedades previstas.

2. ASESORAMIENTO Y GESTIÓN DE CARTERAS (ARTÍCULO 24)

Dos son las principales modificaciones que contempla la reforma en relación con estos servicios de inversión:

- a) La mayor información que ha de darse sobre su alcance.
- b) La introducción de la figura del asesoramiento y la gestión de carteras independiente (ésta última vía enmienda del Parlamento).

En cuanto a la mayor información a dar a los clientes, la nueva regulación presumiblemente exigirá que específicamente ésta se refiera a:

- Si el servicio se presta de forma independiente, concepto al que ahora nos referiremos.
- Si se basa en un análisis global o más restringido del mercado. El Parlamento ha ido más allá que la CE, exigiendo también informar sobre si los productos que se ofrecen son o no de entidades con vínculos estrechos con la ESI, así como, sobre el alcance de los productos ofrecidos.
- Si la ESI proporciona al cliente una evaluación continuada de la adecuación o idoneidad de los instrumentos financieros recomendados a sus clientes.

Adicionalmente, el PE ha incluido la obligación de informar específicamente sobre si el consumidor tiene que pagar algún honorario por el asesoramiento (y, cuando proceda, la cuantía o la base de su cálculo) y sobre si la ESI recibe cualquier incentivo de terceros (y, en su caso, el mecanismo para transferirlo al cliente), sobre la base de que estos incentivos –con condiciones– siguen siendo admisibles al igual que ocurre en la MIFID todavía vigente (como



más adelante veremos, la propuesta de la CE prohibía totalmente cualquier salvo los no monetarios). Por su parte, el texto del Consejo, sólo para el caso del asesoramiento y antes de que se ejecute cada transacción asesorada, obliga adicionalmente a la ESI a proporcionar una declaración escrita sobre la idoneidad del producto para el cliente.

En segundo lugar, la reforma consagra la categoría del asesoramiento independiente mediante la previsión de unos requisitos específicos adicionales para que el asesoramiento pueda ser considerado como tal. El primer requisito es la necesidad de que la ESI evalúe un número suficientemente elevado de instrumentos disponibles en el mercado, diversificados en cuanto a su tipo y los proveedores, y cuyo origen no puede limitarse a empresas que tengan vínculos estrechos con la ESI.

Además, respecto al asesoramiento independiente, tanto la CE como el PE coinciden en prohibir cualquier tipo de incentivo, incluidos los no monetarios. No obstante, el texto examinado por el Consejo parece admitir estos últimos si son de poco importe y pueden mejorar la calidad del servicio, siempre que no hagan peligrar el deber fiduciario de la ESI en relación con sus clientes y se informe con claridad sobre los mismos, solución que es la que más nos convence.

Hay que destacar que el PE ha introducido la categoría de gestión de carteras independiente, sujetando esta modalidad también a la regla de diversificación de productos a ofrecer prevista para el asesoramiento. Por su parte, el texto del Consejo no reconoce esta última categoría y además prohíbe, siempre que se preste el servicio de gestión de carteras, el recibir/pagar cualquier incentivo, salvo los no monetarios de poca cuantía.

Como se puede apreciar, en este apartado de los incentivos en relación con el asesoramiento y la gestión de carteras, todavía existen importantes diferencias entre las tres instancias legisladoras.

Finalmente, aunque para nosotros era ya algo claro en la actual MIFID, la propuesta de la CE explicita que, cuando una ESI o Entidad de Crédito distribuye y asesora sobre productos por ella emitidos, también está sujeta a las reglas tuitivas de la Directiva.

3. NUEVA REGULACIÓN DE LOS SERVICIOS DE «MERA» EJECUCIÓN (ARTÍCULO 25.3)

La vigente MIFID, en su artículo 25.3, al tratar de los tests de conveniencia e idoneidad, dispensa –como excepción– de su práctica al servicio llamado de «mera» ejecución, siempre que se cumplan una serie de requisitos muy estrictos que ahora con la reforma se modifican endureciéndose todavía más, en la forma que abajo se indica.

En primer lugar, hasta hoy el servicio de «mera» ejecución (en puridad, de ejecución o recepción/transmisión de órdenes sin ir acompañados de ningún tipo de asesoramiento) podía prestarse por la ESI simultáneamente con cualquier actividad auxiliar de las listadas en el Anexo I B de la Directiva de nivel 1. Con la reforma se excluye expresamente la actividad de préstamo o crédito (de valores/efectivo) –relacionada con la transacción– como servicio que pueda prestarse de manera complementaria a la ejecución de la orden. El Considerando 53 de la propuesta justifica esta nueva limitación, ya que, si la ESI otorga financiación, la complejidad del servicio aumenta y se hace más difícil comprender los riesgos, siendo por tanto necesaria la práctica del test de conveniencia.

En segundo lugar, la ejecución –para poder incluirse en esta categoría de «mera» ejecución que no requiere la práctica de test alguno– debe referirse a productos no complejos, definidos en la MIFID de dos formas:

- a) Lista de instrumentos concretos considerados «*per se*» no complejos.
- b) Categoría residual, que requiere, caso por caso, acreditar que el instrumento no es efectivamente complejo.

Pues bien, la reforma introduce modificaciones en los elementos de la lista de productos no complejos, habiendo todavía algunas diferencias importantes de criterio entre las tres instancias legislativas:

- Respecto a las acciones y los bonos, se equiparan ahora los negociados en un Sistema Multilateral de Negociación (SMN) a los negociados en un mercado regulado, únicos admitidos hasta hoy.
- Respecto a las acciones, bonos e instrumentos del mercado monetario se exige expresamente ahora que no incluyan ningún derivado ni que incorporen una estructura que dificulte al cliente la comprensión de los riesgos en que incurra. No obstante, el texto aprobado por el PE matiza en cuanto a la utilización de derivados, añadiendo que si su uso no incrementa el riesgo del inversor, no se verá afectada la no complejidad del producto. El ejemplo prototípico sería el de productos garantizados, donde la garantía implica el uso normalmente de un derivado, pero que son más seguros para el inversor.
- Se mantienen en la lista las acciones y participaciones en UCITS, si bien la propuesta de la CE excluía totalmente las UCITS estructuradas, algo que el Parlamento no apoya, y que compartimos con él, por dos razones, en primer lugar, porque el producto UCITS tiene «*per se*» un alto grado de estandarización y está muy regulado (auténtico paradigma de marca reconocida) y, además, porque con frecuencia la estructura mejorará la seguridad del producto como ocurre con los fondos garantizados. Por otra parte, las acciones emitidas por instituciones de inversión colectiva (IIC) no UCITS, aunque coticen, se consideran siempre productos complejos.
- Finalmente, el Consejo ha añadido a la lista de instrumentos no complejos los depósitos estructurados, siempre que no incorporen estructuras que hagan difícil que el cliente evalúe el riesgo de devolución o el coste de la desinversión anticipada.

La regulación final parece que no sufrirá cambios en relación con los otros requisitos que hoy la MIFID exige para que se considere un servicio como de «mera» ejecución, a saber: la iniciativa

de la operación debe ser del cliente, hay que proporcionar adecuada información al mismo de los riesgos que implica el que no se realice el test de conveniencia y, finalmente, se exige el cumplimiento por parte de la ESI de las reglas sobre conflictos de interés.

4. REGLAS SOBRE INCENTIVOS (ARTÍCULO 24. 1 C)

4.1. CONDICIONES GENERALES

Sabido es que una de las principales novedades de la MIFID es la regulación muy extensa y a la vez limitativa, de los llamados incentivos («*inducements*»). La reforma endurece aún más el citado régimen, principalmente con las enmiendas del Parlamento, si bien todavía quedan importantes puntos donde los tres cuerpos legislativos tienen discrepancias, como hemos visto ocurre en no pocos aspectos.

La regulación de los incentivos, hasta ahora contenida en la Directiva de nivel 2, de prosperar la posición del Parlamento, pasará a estar incluida en sus aspectos principales en la propia Directiva MIFID.

Hay que recordar que la MIFID hoy permite el pago o recepción de incentivos de cualquier tipo (monetarios o no), por o a un tercero, en relación con un servicio de inversión o actividad auxiliar, siempre que se cumplan los siguientes tres requisitos:

- El incentivo está diseñado para mejorar la calidad del servicio.
- No afecta al deber de la ESI de actuar en interés de su cliente.
- Se informa del mismo adecuadamente al cliente.

Tras la MIFID, y en concreto su norma de nivel 2, el CESR publicó unas Recomendaciones sobre esta materia en mayo del 2007, que la nueva MIFID en ciertos aspectos supera reforzando el nivel de exigencia.



La iniciativa de la CE se refiere principalmente a los incentivos en relación con el asesoramiento y la gestión de carteras. El texto del Parlamento, yendo más allá que propuesta de la Comisión, establece ahora como novedad que a los incentivos –relacionados con cualquier servicio– pueden dárseles dos destinos:

- a) Transferirlos al inversor, con toda la información relativa al servicio y al honorario/comisión asociado al mismo.
- b) No transferirlos al inversor, quedándose la ESI el importe o transfiriéndolo a un tercero, si bien la ESI tiene que dar en este supuesto una información muy completa al cliente: naturaleza del incentivo e importe y, si este no puede determinarse a priori, el método de cálculo. La información debe darse antes de prestar el servicio, de forma clara y completa.

No obstante, siempre según el texto aprobado por el Parlamento, los Estados miembros pueden obligar a que el valor del incentivo (incluso siendo de índole no monetaria) se tenga que transferir necesariamente al cliente.

Por otra parte, como hoy ocurre, los costes/gastos necesarios para la prestación/ejecución del servicio (custodia, liquidación, legales, es decir, los llamados «*proper fees*») son generalmente admitidos al no ser susceptibles de generar un conflicto en perjuicio del cliente.

4.2. REGLA ESPECIAL PARA LOS SERVICIOS DE ASESORAMIENTO Y GESTIÓN DE CARTERAS

A estas reglas ya nos hemos referido, en parte, al hablar arriba de las novedades que la propuesta incluye respecto a estos dos tipos de servicios.

La propuesta de la CE era de no admitir los incentivos monetarios cuando se prestara el servicio de gestión de carteras y prohibirlos (monetarios y no monetarios), sólo en relación con el asesoramiento independiente.

El Consejo endurece algo la posición, ya que extiende la prohibición de percibir incentivos en el servicio de gestión de carteras también a los no monetarios, salvo que sean de poca cuantía, sirvan para mejorar la calidad del servicio de gestión de carteras y se informe al cliente con claridad. Además en dicho texto se introduce la categoría del asesoramiento independiente con igual limitación sobre el pago de incentivos que acabamos de ver para la gestión de carteras.

Por su parte, el texto del Parlamento establece el siguiente régimen que reviste ciertas diferencias respecto a los textos de la CE y del Consejo:

- Tanto el asesoramiento como la gestión de carteras independientes son incompatibles con cualquier tipo de incentivo.
- En el caso de gestión de carteras (independiente o no), la ESI deberá informar periódicamente a su cliente de todos los incentivos pagados o recibidos durante el periodo precedente.
- Los Estados pueden endurecer las soluciones de la Directiva y prohibir los incentivos totalmente (o exigir su repercusión al cliente), en relación con estos servicios, aunque no se presten de forma independiente. Este tipo de habilitaciones no nos gustan, pues quiebran el carácter armonizador de la MIFID que presuntamente su reforma pretendía reforzar.

Aunque todavía existen –como acabamos de ver– diferencias importantes entre las tres instancias legislativas, no hay duda que un tratamiento todavía más riguroso de los incentivos respecto de la actual MIFID constituye una de las características esenciales de la reforma, en especial cuando se trate de los servicios de gestión de carteras y asesoramiento y más cuando éstos se presten de forma independiente.

5. EL PRINCIPIO DE EJECUCIÓN ÓPTIMA (ARTÍCULO 27)

La regulación que la MIFID contiene sobre la mejor ejecución de las operaciones («*best execu-*

tion»), no persigue ni exclusiva, ni siquiera principalmente, proteger al inversor minorista, su finalidad principal es mejorar el funcionamiento y la competencia entre los diferentes mercados y sistemas de negociación, contrapeso necesario a la fragmentación creada por esta Directiva.

No obstante, se trata de una regulación que también sirve claramente para proteger al inversor minorista y es por ello que nos referimos a las principales novedades de la reforma en curso. La justificación de la reforma de la MIFID en este campo no es otra que la constatación por la CE de que este principio de «*best execution*», no obstante su enorme importancia, en la práctica, su aplicación deja mucho que desear.

La primera novedad es que la propuesta de MIFID (en esta materia apenas hay diferencias entre las tres instancias legislativas) no sólo prevé obligaciones para las ESI, sino también para los propios sistemas de negociación, ya que éstos deberán poner a disposición del público, sin coste y con una frecuencia al menos anual, los datos relativos a la calidad de la ejecución de las transacciones ejecutadas en los mismos. Los informes deberán contener datos detallados sobre el precio, la velocidad y la probabilidad de la ejecución en relación con cada instrumento concreto. Se trata de una novedad que valoramos muy positivamente, dado el grado de información «centralizada» del que disponen directamente los sistemas.

En relación con las obligaciones de las ESI, el nuevo texto de la CE exige que la información que deben dar éstas a sus clientes sobre su política de ejecución (paso previo a poder consentir la misma) explique, con claridad y suficiente detalle, de forma comprensible, la forma de ejecutar las órdenes. Hasta ahora la información que se daba era frecuentemente bastante genérica, y de ahí que la propuesta regule la obligación de forma mucho más precisa. Además las ESI resumirán y publicarán con carácter anual (el texto del Parlamento lo exige trimestralmente), para cada tipo de instrumento, los cinco principales sistemas dónde ejecutaron las órdenes de sus clientes en el año anterior; obligación no siempre

factible ya que la mayoría de los instrumentos no se negocian en tantos centros, y –a otro nivel– no todas las ESI tendrán capacidad para operar (incluso indirectamente) en un número suficiente de centros que permita atender este nuevo deber. Sobre ambas obligaciones de información –al igual que ocurre con otras muchas materias– está previsto que se dicten normas de nivel 2.

Finalmente, el Parlamento en su texto incluye una prohibición adicional a las ESI de recibir cualquier remuneración (incluso no monetaria) por dirigir («*routing*») las órdenes a un determinado centro de ejecución.

6. OTRAS CUESTIONES

6.1. REGULACIÓN DEL «*TYING*» (ARTÍCULO 24.7)

La propuesta de la CE incluía una regla no excesivamente estricta sobre la venta cruzada o «*tying*» de diferentes servicios/productos, ya que sólo se obligaba a la ESI, en estos casos, a:

- a) Comunicar a su cliente si cabe la adquisición por separado de los diferentes componentes.
- b) Justificar los costes y cargas de cada componente.

Estaba previsto además que el ESMA dictara estándares técnicos actualizables periódicamente, que sirviesen para valorar la corrección de las prácticas que se empleen.

En el texto aprobado por el Consejo se exige una mayor información cuando los riesgos globales son superiores a los riesgos sumados de cada elemento por separado.

6.2. MAYOR INFORMACIÓN POST- CONTRACTUAL (ARTÍCULOS 24 Y 25)

La MIFID ya contenía una clara obligación a cargo de las ESI de informar a sus clientes de los servicios una vez prestados, con clara referencia a los costes.



La reforma incluye dos novedades:

- a) Obligación de informar de forma periódica, en el caso de servicios que se prestan de forma continuada en el tiempo, sobre su ejecución (algo que hasta ahora sólo aparecía regulado expresamente en la Directiva de nivel 2).
- b) Adicionalmente, para el caso de asesoramiento continuado, la ESI debe justificar de qué manera el producto se sigue ajustando a las características personales del cliente (ajuste que, como es sabido, constituye una de las principales proyecciones del test de idoneidad).

El Parlamento, en su texto y para los casos de gestión discrecional de carteras y asesoramiento (para los cuales se prevé –como acabos de mencionar– una actualización periódica del test de idoneidad), ha añadido la obligación de informar periódicamente al cliente sobre la frecuencia con que se efectuará dicha actualización y, en estos informes periódicos también se obliga a incluir el «*performance*» de los productos y consideraciones específicas sobre si siguen siendo idóneos.

6.3. PROHIBICIÓN DE TRANSFERIR LA PROPIEDAD DE LOS INSTRUMENTOS CEDIDOS EN GARANTÍA (ARTÍCULO 16.10)

La propuesta de la CE prohíbe a las ESI, solo en relación con sus clientes minoristas, que éstos transfieran la propiedad de los instrumentos financieros en garantía del cumplimiento de sus obligaciones. Sólo se admite, en estos casos, la cesión de los mismos en prenda, considerada una institución menos arriesgada.

6.4. CUESTIONES PLANTEADAS POR PRIMERA VEZ POR EL PARLAMENTO EUROPEO

En el texto salido del Parlamento se plantean ciertos temas que no aparecían en la propuesta

de la CE y que personalmente nos parecen interesantes, aunque tienen el inconveniente de todas las innovaciones sustantivas que se quieren introducir vía enmienda: no haber pasado un «*impact assesment*».

6.4.1. Procedimiento de aprobación de productos

Recogiendo lo que ya es una práctica casi universal en la industria financiera, el Parlamento, en el artículo 16 de la MIFID referido a los requisitos organizativos de las ESI, incorpora la necesidad de que éstas dispongan de un procedimiento (formalizado) de aprobación de productos y que –como consecuencia del mismo– los productos sólo puedan ser comercializados si obtienen la correspondiente aprobación.

A otro nivel, pero de forma relacionada, se introduce también por el Parlamento la categoría de grupo objetivo («*target*») de clientes. En virtud de esta novedad, los productos sólo podrán venderse a clientes que entran dentro del «*target*» del producto. Esta innovación se refiere tanto a los particulares como a los clientes profesionales.

El procedimiento de aprobación servirá también para evaluar de forma continuada si los productos siguen siendo adecuados para el «*target*» inicialmente establecido. El procedimiento deberá ser revisado anualmente y siempre estar a disposición de los reguladores.

La obligación impuesta a los originadores del producto de velar porque su comercialización se limite al «*target*» al que va dirigido, no exime de responsabilidad a los comercializadores cuando operan sin el conocimiento del originador.

6.4.2. Formación del personal de ventas

Se prevé que la legislación nacional obligue a las ESI a que las personas que ofrezcan asesoramiento o información sobre los productos posean los conocimientos y competencia suficientes, y que las ESI publiquen los criterios que usan para valorar dichos conocimientos y competencia. Se



trata de una medida lógica, también muy común en los países europeos, pero es de desear que la legislación nacional evite en su día soluciones excesivamente prescriptivas.

6.4.3. *Test de idoneidad. Nuevos parámetros*

El Parlamento también introduce alguna adición en cuanto a los parámetros a tener en cuenta cuando se practique el test de idoneidad.

Así, cuando se preste un servicio de asesoramiento o de gestión de carteras a clientes, las ESI deberán seguir valorando –como prevé el texto vigente– los conocimientos y experiencia del cliente en cuestión, y también su situación financiera, pero en la enmienda del Parlamento ésta última se relaciona específicamente con la llamada capacidad de soportar pérdidas. También –como se exige hoy – habrá que seguir teniendo en cuenta como tercer factor del test los objetivos de inversión, pero se añade una referencia expresa a la tolerancia al riesgo del cliente.

Además, tratándose de productos complejos empaquetados («*bundling*») el texto del Parlamento exige que no sólo el paquete en su con-

junto sino también cada componente individual sea idóneo para el cliente.

6.4.4. *Remuneración del personal*

Finalmente, el Parlamento introduce el principio de que la estructura de las remuneraciones del personal no puede poner en peligro el deber de la ESI de actuar en el mejor interés de sus clientes. En especial, las remuneraciones del personal de ventas, o que asesora a los clientes, no pueden depender exclusivamente de los objetivos de venta o del beneficio que puede tener la ESI con la venta de un instrumento específico, pues ello generaría incentivos inadecuados. La regulación de las remuneraciones se ha convertido en una nota común de la legislación europea aplicable a las distintas entidades financieras v. gr. la nueva normativa prudencial bancaria, la Directiva de Gestoras de Fondos de Inversión Alternativos del 2011, o la propuesta de UCITS V. A otro nivel, el ESMA puso a consulta en septiembre del 2012 un interesantísimo documento sobre la materia, como paso previo a emitir unas Recomendaciones (nivel 3) para la mejor aplicación de la MIFID.



5. LA FINANCIACIÓN DE PYMES Y LA CRISIS

Isabel Giménez Zuriaga

Directora General. Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros

RESUMEN EJECUTIVO

Los principales problemas a los que se enfrentan las pymes españolas coinciden, pues, con los de las de fuera de nuestras fronteras, si bien el tamaño doméstico es menor al de otros países europeos, empeorando su diagnóstico en términos relativos.

La principal fortaleza y factor de supervivencia de las pymes (el tamaño asequible), les facilita una mayor flexibilidad para adaptarse a los cambios y los problemas con mayor rapidez, pero también, a menudo, les impide competir en igualdad de condiciones con empresas más grandes, favoreciendo una mayor tasa de mortalidad.

Los problemas de acceso a la financiación son más importantes en las pymes que en las empresas grandes y se han recrudecido con la crisis, aumentando asimismo el *equity gap*. La brecha entre el coste de financiación de las grandes y las pequeñas empresas españolas ha crecido hasta el 105%, según datos del Banco Central Europeo.

Este diferencial podría estar parcialmente justificado por la mayor dificultad en conseguir información financiera de las pymes, que no tienen por qué estar auditadas, y suelen disponer de menores garantías a la hora de respaldar sus créditos, pero el resto del diferencial viene condicionado por la inestabilidad de los mercados financieros.

Debido a ello, desde la Unión Europea se están implementando estrategias para favorecer un mejor acceso a la financiación y una

mejora en las condiciones generales de supervivencia de los pequeños negocios, tales como propiciar un mayor desarrollo del mercado único de servicios financieros (resolviendo la asignatura pendiente de configurar un sistema supervisor único eficiente) que mitigue la inestabilidad sistémica y reduzca la excesiva dependencia bancaria. Para ello se deberán *fomentar los grupos de trabajo transversales* que construyan un mapa de alternativas financieras asequibles y reales. Además de ello, se deberán movilizar fondos para poder asistir a las pymes que se encuentren en dificultades por la reciente crisis financiera, y ya se han materializado propuestas conjuntas desde el EIB, la Comisión Europea y el Banco Central Europeo para aumentar el abanico de alternativas disponibles.

A lo largo del capítulo se muestra cómo las pymes españolas necesitan poner en marcha –de forma autónoma– mecanismos de supervivencia sostenibles a largo plazo, independientemente del ciclo económico. Esto supondrá, en el caso español, alterar usos y costumbres, apelando hacia fuentes de financiación diferentes a las tradicionales.

La enumeración de alternativas financieras: *crowdfunding*, *business angels*, capital riesgo, MAB-EE, MARF o titulación de créditos de pymes, sin ser exhaustiva, actúa como *hoja de ruta* para mostrar el estado del arte en las pymes españolas. Todas ellas son posibles palancas de cambio para el futuro de las pymes españolas. Si sus directivos se sienten institucionalmente legitimados para tomar las riendas del proceso, ya sea otorgando carta de naturaleza a sus activos y

pasivos, considerando posibles socios estratégicos (alianzas, consorcios, fusiones y adquisiciones) o incluyendo socios industriales y financieros, podremos cambiar el futuro de una ecuación que ofrece un saldo muy bajo; ecuación que históricamente se ha mostrado excesivamente tradicional, prudente y endogámica pero que si incorpora nuevos elementos, podrá ser resuelta con resultados mucho más favorables para las pymes, y, por ende, para la competitividad de la economía española.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. INTRODUCCIÓN.
2. CROWDFUNDING Y BUSINESS ANGELS.
3. EL CAPITAL RIESGO Y LA FINANCIACIÓN DE PYMES.
4. EL MERCADO ALTERNATIVO DE RENTA VARIABLE (MAB-EE).
5. EL MERCADO ALTERNATIVO DE RENTA FIJA (MARF).

6. TITULIZACIÓN DE CRÉDITOS A PYMES Y EL FONDO DE ACCESO A LAS EMPRESAS (CESCE).
7. CONCLUSIONES.

1. INTRODUCCIÓN

Uno de los principales problemas para abordar las alternativas financieras de las pymes es la indefinición del término, aunando bajo un mismo paraguas a un colectivo heterogéneo de empresas con diferentes necesidades y casuística.

Según el Diccionario de la REA, la *«pyme es una empresa mercantil, industrial, etc., compuesta por un número reducido de trabajadores, y con un moderado volumen de facturación»*.

Si consultamos la legislación europea¹, veremos cómo la definición es muy amplia, porque ellos nos dicen lo siguiente.. *«The main factors determining whether a company is an SME are the number of employees and either turnover or balance sheet total»*.

Categoría de la empresa	Plantilla	Facturación	Balance
Mediana	< 250	≤ € 50 m	≤ € 43 m
pequeña	< 50	≤ € 10 m	≤ € 10 m
Micro	< 10	≤ € 2 m	≤ € 2 m

Estos intervalos se refieren a las empresas individuales. Una empresa que sea filial de un grupo mayor sumará facturación y personal, pudiendo quedar fuera de la clasificación. En el caso de la economía española, la mayor parte del tejido empresarial se circunscribe en el intervalo de empresas de menor tamaño con menos de 10 trabajadores.

Precisamente por ello, no debe extrañarnos que este colectivo mayoritario de micropymes sólo alcance el puesto 122 en acceso al crédito según datos del Foro Económico Mundial (FEM).

En aras de contribuir al objetivo de que las pymes accedan al crédito, y teniendo en cuenta el

efecto positivo que el mismo tiene sobre la solvencia y la estabilidad de las entidades de crédito, desde el Banco de España, se modificó el 24 de julio de 2013 la **circular 3/2008 sobre determinación y control de los recursos propios mínimos** para ampliar la definición de PYME, alineándola con el concepto imperante a nivel europeo, que es el contenido en la **Recomendación 2003/361/CE de la Comisión Europea**, de 6 de mayo de 2003, sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas. Esta modificación implica que un mayor número de exposiciones de las entidades de crédito podrá clasificarse en la categoría regulatoria de exposiciones frente a minoristas, categoría que se beneficia de un tratamiento favorable a efectos del cálculo de exposiciones ponderadas por riesgo.

¹ EU Recommendation 2003/361.



Así pues, se ha modificado la letra a) del segundo apartado de la norma decimocuarta de la circular 3/2008, del Banco de España, de 22 de mayo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, que queda redactada de la siguiente manera:

«a) Tener como contraparte a personas físicas o a pequeñas y medianas empresas (PYME), según se definen en la Recomendación 2003/361/CE de la Comisión, de 6 de mayo de 2003, sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas»

En la mayoría de los países, las pymes nacen como negocios familiares, con una gran ventaja, la unidad, la estabilidad, lealtad y compromiso de sus accionistas; sin embargo, estadísticamente tienen pocas probabilidades de prosperar a largo plazo siendo familiares. Sus principales asignaturas pendientes son la profesionalización en la gestión, la planificación en la sucesión (traspaso de poder, status, e incluso, identidad), y las políticas de accionistas (diferente implicación, diferente remuneración).

En términos generales, las pymes generan un mayor valor añadido (económico y social), son más intensivas en trabajo y de menor dimensión.

Los principales problemas a los que se enfrentan las pymes españolas coinciden, pues, con los de las de fuera de nuestras fronteras, si bien el tamaño doméstico es menor al de otros países europeos. Su principal fortaleza y factor de supervivencia (el tamaño asequible), les facilita una mayor flexibilidad para adaptarse a los cambios y los problemas con mayor rapidez, pero, también, a menudo, les impide competir en igualdad de condiciones con empresas más grandes, y las aboca a una mayor tasa de mortalidad (el 66% no llega a los tres años de vida).

Por razones de recelo hacia la financiación ajena, las pymes son más reacias a endeudarse (su personalidad las orienta a la autofinanciación) y al solicitar un menor volumen pagan un coste más alto por la deuda incurrida (principalmente, a corto plazo) viéndose también más afectadas por los vaivenes del ciclo económico y el *credit crunch*. Buena parte de este *diferencial de coste* es atribuible a las penalizaciones aplicadas por las entidades financieras a las empresas de menor dimensión, algunas de ellas citadas históricamente en las conclusiones de mesa redonda de banqueros y pymes realizadas en el seno de la Comisión Europea.

TABLA 1. PROBLEMÁTICA ENCONTRADA POR LAS PYMES EN LA FINANCIACIÓN BANCARIA

Deficiencias	Motivos subyacentes
Naturaleza de los préstamos	Productos y servicios que no están bien adaptados a las necesidades de los clientes individuales (demasiado sofisticados/inflexibles).
Suministro de crédito	Racionamiento en periodos recessivos. Cambios en políticas sectoriales de préstamo.
Tiempo de respuesta	Lento proceso de decisión.
Estructura de precio	Tipos más altos basados en el riesgo percibido.
Términos y condiciones	Elevadas exigencias de garantías personales. Calendarios de repago de deuda muy rígidos.
Disponibilidad general	Negativa a ofrecer a todos los clientes el abanico de productos disponibles.
Provisión de información	Esfuerzos insuficientes por parte de los bancos de informar a los clientes sobre todos los productos disponibles.
Soporte adicional	Ausencia/mala calidad de servicios pre y post venta.

Fuente: Tercera Mesa Redonda de banqueros y PYME. (Comisión Europea). 2007.

Los problemas de acceso a la financiación son más importantes en las pymes que en las empresas grandes y se han recrudecido con la crisis, aumentando asimismo el *equity gap*. Las pymes españolas perciben *el acceso a la financiación* como uno de sus problemas más importantes. La mejora en la financiación de las pymes es clave por su importancia en la economía española.

Una empresa demuestra tener mucho más éxito cuando exporta. Las pymes que consiguen internacionalizarse tienen más sostenibilidad por evitar el problema de ciclo de su economía doméstica.

En la actualidad, el entorno de las pymes españolas es particularmente difícil, al menos por las siguientes razones:

a) Desapalancamiento para reducir el excesivo endeudamiento en el Estado, familias y empresas.

b) Se han puesto en marcha procesos de ajuste para reducir el exceso de capacidad.

c) Existen *problemas de liquidez para las entidades financieras* porque buena parte de los mecanismos de financiación de las entidades financieras en los mercados se han cerrado con carácter temporal. Además de ello, el proceso de reestructuración del sector financiero y las exigencias de Basilea III han generado más necesidades de capital en balance bancario, reduciendo su margen de maniobra.

d) En este contexto, también existen *problemas de liquidez para las empresas* porque las entidades financieras disponen de menos capital para conceder créditos a las empresas. Dentro de ellas, las más afectadas han sido las pymes.

Según el informe de Funcas², desde mediados de 2009 hasta finales del 2012 el crédito bancario al sector privado ha caído en España un 9,2%, con una reducción estimada en torno a 172.000 millones de euros, equivalente al 17% del PIB español. Si hablamos únicamente de la financiación a pymes, autónomos o emprendedores, la caída es todavía mayor.

² Maudos, J. (2012).

Según el informe del Consejo de Cámaras para el IV trimestre de 2012, el 24% de las pymes españolas han intentado acceder a financiación externa. Se confirma así la trayectoria decreciente iniciada a principios de 2012.

Los principales problemas de las pymes al acceder a la financiación se derivan del endurecimiento de la condición del crédito, en el Cuarto Trimestre de 2012 un 63,8% recibieron el préstamo, aunque en condiciones más duras, mientras que un 1% de las pymes lo rechazaron debido a este endurecimiento. Las denegaciones alcanzaron el 26% y el 5% restante corresponde a solicitudes pendientes de respuesta.

El principal motivo aducido por las entidades financieras para la denegación del crédito es que las garantías aportadas son insuficientes. Esto ocurre en el 64,4% de los casos.

Asimismo, para el 86,3% de las pymes han aumentado las exigencias de **garantías y avales**. De este grupo de pymes, al 53% se le ha requerido *garantía de carácter personal*.

En mayo de 2013, el crédito a empresas y familias en España se desplomó 17.000 millones de euros con respecto a abril. Esta caída de crédito del 1,5% del PIB sitúa a la economía española en una de las peores crisis de crédito de un país desarrollado desde la Gran Depresión de hace 80 años.

Otros aspectos relacionados con la financiación de pymes dignos de ser tenidos en cuenta serían, al menos los siguientes:

- El 74,8% ha experimentado un retraso en los pagos de sus clientes en los últimos 3 meses. En el cuarto trimestre de 2012, el retraso medio en el pago se situó en torno a los 5,2 meses. Las pymes señalan que los retrasos de pagos de sus clientes hace 6 meses y hace un año eran inferiores a los actuales (69,3% y 4,5 meses; 61,5% y 3,7 meses, respectivamente).
- El 63% de las pymes que son proveedoras de la Administración Pública ha tenido problemas para efectuar el cobro, por encima del 55,1% registrado en el trimes-

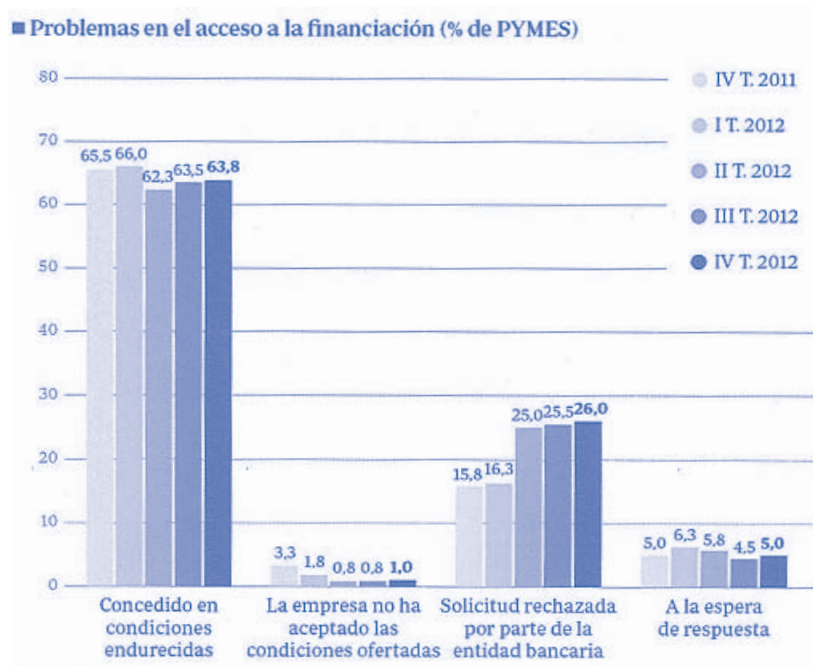


tre precedente. Los problemas principales para materializar el cobro se han presentado con la Administración Local (37,8%). En segundo término con la Autónoma (25,2%) y por último, con la Administración Central (3,7%). Estos datos confirman la disminución de los problemas de cobro iniciada en el segun-

do trimestre, fundamentalmente con respecto de las dos últimas.

- El retraso medio en el cobro a la Administración Pública se sitúa en 5,1 meses en el caso de la Administración Local, en 4,9 meses para la Administración Autónoma y en 7 para la Administración Estatal.

GRÁFICO 1. PYMES QUE HAN INTENTADO ACCEDER A LA FINANCIACIÓN AJENA (%)



Fuente: «Encuesta Cámaras sobre el acceso de las pymes a la financiación ajena» (Diciembre de 2012). ABC.

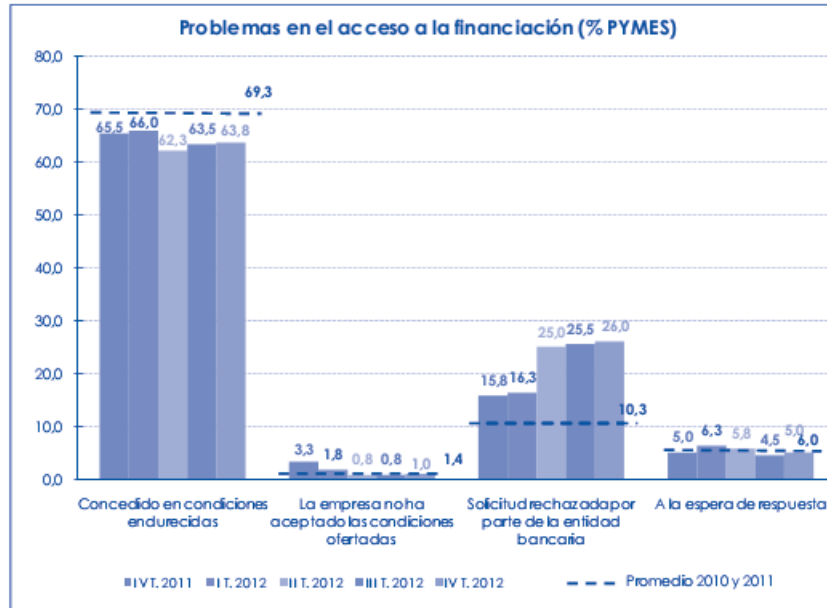
Desde el punto de vista de la oferta, las pymes deberán potenciar el incremento del tamaño, suscribir alianzas, promover clusters y afrontar procesos de internacionalización para consolidar sus modelos de negocio, ganar en competitividad y resultar más atractivas para las entidades financieras.

Desde el punto de vista de la demanda, las entidades financieras deben activar mecanismos para garantizar que no quede sin atender la demanda solvente, con independencia del tamaño de las empresas que soliciten los créditos, primando

calidad sobre cantidad, evitando caer en el error de considerar que todo lo pequeño es frágil y pasar por alto *business-plans* atractivos o equipos de trabajo diferentes y prometedores. Esta labor es particularmente importante en las circunstancias actuales, debido al cambio sufrido en los estándares de valoración del riesgo.

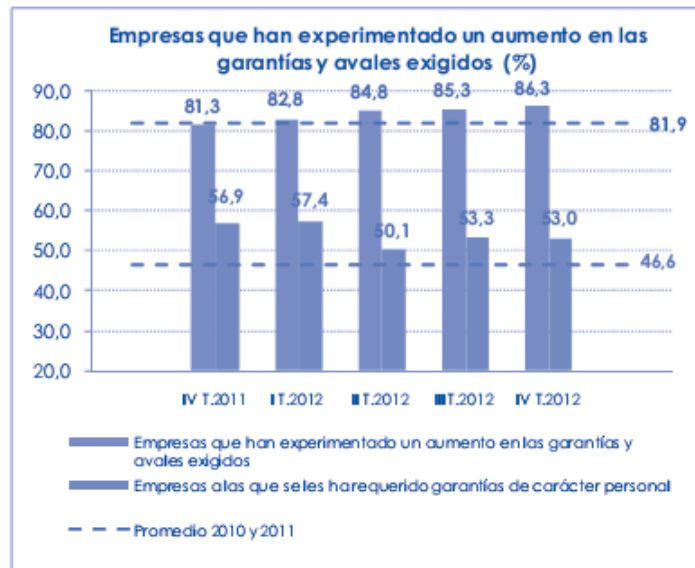
Las principales alternativas para fomentar el flujo de financiación a las pymes en la economía española pasarían por reducir la fragmentación y la descoordinación del actual conjunto de instrumentos a disposición de las pymes.

GRÁFICO 2. PROBLEMAS EN EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN (% PYMES)



Fuente: «Encuesta Cámaras sobre el acceso de las pymes a la financiación ajena». (Diciembre de 2012).

GRÁFICO 3. EMPRESAS CON MAYOR EXIGENCIA DE GARANTÍAS Y AVALES (%)



Fuente: «Encuesta Cámaras sobre el acceso de las pymes a la financiación ajena». (Diciembre de 2012).

GRÁFICO 4. DEMOGRAFÍA EMPRESARIAL DURANTE LA CRISIS


Fuente: Ministerio de Empleo, 2012.

TABLA 2. EVOLUCIÓN DE LAS COTIZACIONES EN LA SEGURIDAD SOCIAL

	Empresas	Variación interanual (%)
Altas	30.825	+9,20
Bajas	35.711	-1,94
Permanencias	1.147.512	-3,75
Natalidad	2,69%	
Mortalidad	3,11%	
Tasa neta	-0,43%	

Fuente: Ministerio de Empleo. Datos de noviembre de 2011 a noviembre de 2012.

Se deberá, en todo caso, actuar sobre las restricciones a la oferta del crédito, y mejorar la calidad de las solicitudes de crédito (aumentando la capitalización, solvencia y credibilidad de los proyectos, y mejorando las garantías con una mayor implicación de las entidades públicas. A grosso modo, serían, al menos, las siguientes:

a) Compartir riesgo de crédito con el sector público.

Parte del problema de la calidad crediticia podría quedar solucionado (un ejemplo de ello son las líneas **ICO Liquidez** e **ICO Directo**, o los préstamos concedidos desde el **Banco Europeo de Inversiones**).

b) Potenciar incentivos vía capital.

Este método es estándar. La exposición hasta un millón de euros. Ponderación del 75%. El resto tiene una ponderación según *rating* (20-150%) o 100% si no hay *rating*.

El menor consumo de capital incentivaría la concesión de crédito a los mismos, con sus ventajas y sus inconvenientes.

Existe una *Propuesta del Parlamento Europeo* en **CRD4** (de una reducción del 30% en IRB) que debería extenderse al método estándar.

c) Medidas parciales.

- Incentivos a la inversión y exportación de las pymes.
- Reducción de la burocracia, tanto para crear una empresa como para su internacionalización.

- Apoyar y potenciar las sociedades de garantía recíproca con garantía pública. Conviene destacar el nuevo contrato de reafianzamiento suscrito entre la Compañía Española de Reafianzamiento (Cersa) dependiente del Ministerio de Industria y las Sociedades de Garantía Recíproca, para mejorar la capacidad de estas últimas para avalar operaciones de pymes.
- Promover los sistemas *peer-to-peer*.
- Emisiones de bonos de agrupaciones de pymes.
- Desarrollo de la financiación con fondos de capital riesgo y *business angels*.
- FE-AL: simplificación de la normativa contable.
- Potenciación de la inversión en fondos de capital riesgo.
- Mejora del acceso a los mercados financieros (MAB-EE y MARF).

Sin embargo, más allá de todas estas medidas, cada vez son más las voces autorizadas que apuntan hacia un cambio estructural de modelo en la financiación de las empresas, hacia un modelo anglosajón, con los mercados financieros como principal fuente de financiación.

Para avanzar en esta dirección acaso hay que promover, al menos, los siguientes aspectos conductuales:

1. Permitir que los fondos de capital riesgo concedan créditos participativos o no, a las empresas cotizadas con las mismas ventajas operativo-fiscales que los fondos de capital riesgo que invierten en no cotizadas.
2. Facilitar el acceso de las pymes a los mercados de capitales (con incentivos a emisores e inversores).
3. Armonizar las ventajas operativo-fiscales de las instituciones de inversión colectiva (IIC) con otros países europeos.
4. Potenciar la actividad de intermediarios especialistas en facilitar a las empresas el acceso a socios financieros y mercados (venture capital, renta variable, renta fija).

2. CROWDFUNDING Y BUSINESS ANGELS

«I am more concerned with the return of my capital than the return on my capital». Mark Twain.

El crowdfunding: es una alternativa más a tener en cuenta por las pymes y las nuevas tecnologías, y las redes sociales han ayudado a que tenga mayor aplicación y visibilidad. Su idoneidad, a menudo, va ligada a la cantidad de tiempo dedicado a la búsqueda de un grupo de inversores adecuado con el perfil específico de la inversión.

Dentro del universo del *crowdfunding* conviene destacar dos *familias de inversores* por su mayor auge durante los últimos años: los inversores individuales y las redes de *business angels* (a veces, embajadores de *family office*).

La evidencia empírica nos muestra cómo los modelos de *crowdfunding* no han tenido un gran impacto cuantitativo pero no debemos menospreciar su función ya que, con frecuencia, ayudan a las pymes a cubrir el *equity gap* o superar la denominada «travesía del desierto» hasta llegar a los intermediarios financieros.

Si el financiador consigue órdenes de pre-pago, su oferta de financiación cambiará radicalmente. Lo mismo es aplicable para aquellos intermediarios financieros con líneas de crédito basadas en recibos o plazos.

Las plataformas de apoyo del *crowdfunding* han tenido un gran impacto sobre los *business angels* (individuales o en red) a lo largo de la última década, a la hora de emparejar intereses afines. En su ausencia, cada parte dedicará mucho más tiempo para encontrarse. La función principal de estas plataformas es facilitar ese primer contacto, y ayudar a que se realice la transacción. Este proceso será posible porque dispone de suficiente familiaridad con los requisitos de los intermediarios financieros e inversores, además de ello, conoce cómo estandarizar los procesos de puesta a punto de la empresa (*due dilligence*) y reducen el tiempo de búsqueda fomentando además el *networking* activo, así como una verificación por parte de terceros de la viabilidad del modelo de negocio y del equipo gestor.



La estandarización permitirá contrastar el grado de interés de la comunidad inversora así como posibles variaciones en el modelo de negocio o en el equipo gestor.

Los servicios ofertados por las plataformas de *crowdfunding* y *business angels* incluyen el acceso a aceleradoras y otras comunidades de interés. Este proceso verificador servirá, asimismo, como mercado gris ante una potencial cotización del valor en el medio plazo.

Dentro del colectivo de *business angels* hay un elevado nivel de heterogeneidad, tanto en el volumen de las inversiones como en los hábitos y costumbres de sus miembros, pudiendo estar especializados por sector, ser más o menos individualistas o más orientados hacia *family-offices* o banco de inversión.

La localización geográfica de los *business angels* también condicionará sus intereses cualitativos. Por ejemplo, las comunidades ubicadas en Silicon Valley y Boston tienden a financiar operaciones de los sectores farmacéuticos o de software.

El *crowdfunding* permite una mayor diversificación geográfica y acceder a un mayor número de inversores. Buena parte de ellos podrá ser *business angels*.

Es precisamente por ello, al aumentar el tamaño de la base inversora, los *business angels* considerarán el *crowdfunding* menos rentable al poder acceder a una cuota más pequeña de la inversión y menor margen de maniobra sobre el equipo gestor.

El *crowdfunding* ofrece una solución imaginativa a un problema estructural de los mercados de capitales, el acceso a financiación a colectivos cercanos a la exclusión financiera por no disponer de acceso directo a inversores o un historial de éxito con los intermediarios.

En palabras de un emprendedor «solo necesitas 100.000\$ y no 1.000.000\$». Este comentario incluye la apreciación del emprendedor de usar el dinero ajeno para crear riqueza, que no es un valor universal. Para que la sociedad disfrute de los beneficios de la financiación dispersa debería haber un comportamiento social (ethos) propicio a la generación de riqueza.

Los *business angels* más pequeños (los *crowdfunds*) harán posible la introducción de productos nuevos en determinados nichos de mercado. Algunos podrían llegar a alcanzar un tamaño suficiente en el medio plazo, mientras que otros seguirán siendo pequeños o creciendo al ritmo que les permita la micro-financiación, evitando la «formalización» de un cauce de financiación ajeno recurrente. Con el paso del tiempo, la sociedad se verá mejorada al disponer de un mayor abanico de productos y servicios heterogéneos.

El *crowdfunding* permite el ensayo de prueba y error para validar modelos de negocio innovadores, primando la meritocracia y el talento en lugar del elitismo o los círculos cerrados.

Instrumentar la utopía en los mercados de capitales es más difícil que en otros segmentos de la sociedad. La mayoría de las instituciones y personas mostrarán recelo frente al *crowdfunding* y se preocuparán de posibles fraudes. Toda sociedad que busque potenciar la innovación deberá ponderar los costes y los beneficios del *crowdfunding* como salida frente a la endogamia en los sistemas financieros tradicionales y conservadores.

Las nuevas tecnologías aportan transparencia y dificultan que los fraudes se mantengan en el tiempo. La reputación en las redes sociales ha sido analizada por los intermediarios financieros a la hora de formalizar cualquier línea de crédito. Precisamente por ello, los emprendedores cuidarán su itinerario si tienen un plan de medio y largo plazo para su proyecto empresarial.

Los incentivos deberán alinearse como sistema autoregulatorio, actuando como mecanismo de depuración en los procesos.

Los recelos frente a la tasa de fracasos empresariales pueden considerarse excesivos si tenemos en cuenta la mayor tolerancia de las sociedades frente a los abusos en el contexto del juego legalizado o del consumo de alcohol y la estigmatización a los emprendedores de los proyectos que no ofrecen rentabilidades inmediatas, o los que asumen riesgos y después no se corresponden con una buena acogida del mercado, aunque supongan una estupenda curva de aprendizaje para los promotores, dejando sus experiencias



una huella mucho más indeleble que cualquier hoja de cálculo.

Se estima que en Abril de 2012, cuando se inició el estudio, existían aproximadamente 452 plataformas de *crowdfunding* a nivel mundial, y unas 536 al finalizar el año. Sin embargo han sido 135 las plataformas las que se han utilizado para los cálculos y análisis. Seguramente sean bastantes más. Por ejemplo, para España estiman unas 50 plataformas activas.

Se insiste en la división de tipos de *crowdfunding* que venían usando hasta ahora: inversión, préstamos, recompensas y donaciones. Si bien inicialmente es Estados Unidos la región donde más importancia tiene el movimiento, Europa está reduciendo distancias. A nivel global se ha recaudado durante el año 2012 2.806 millones de dólares frente a los 1.470 de 2011, lo que significa un crecimiento del 91%.

El *crowdfunding* basado en recompensas es el más importante, sin embargo el basado en inversiones está creciendo a tasas más que considerables, aproximadamente un 300%.

Los proyectos que tienen un retorno financiero (préstamos e inversiones principalmente) suelen tener como objetivo cifras entorno a los 25.000 dólares (aproximadamente 20.000 €). Los proyectos basados en donaciones y recompensas se mueven en cifras más modestas, entre 5.000 y 10.000 dólares.

Hasta ahora se estimaba que la recaudación se aceleraba en las últimas fases, sin embargo la evidencia, con algunas excepciones, nos dice que esto no tiene por qué ser así.

A modo de ejemplo, durante el año 2012 se calcula que más de un millón de proyectos fueron financiados por esta vía.

Merece destacarse la aprobación de la JOBS Act (Legislación americana que regula actividades de potenciación de *start-ups* mediante *crowdfunding*) por el decidido apoyo de la administración norteamericana hacia este tipo de actividades.

La financiación colectiva está lanzada, cada día aparecen nuevas plataformas de *crowdfunding*

que permiten financiar toda clase de proyectos y empresas. Sin embargo también existen muchas personas que aún sabiendo qué es el *crowdfunding* no saben qué plataforma es la adecuada para su idea o no son conscientes de cuán amplio es el abanico.

De forma que a lo largo de este epígrafe trataré de mostrar referencias de algunas de las plataformas de *crowdfunding* existentes, principalmente de habla hispana, que sirva como referencia a aquellos que quieren conocer las posibles alternativas tanto para buscar financiación para su proyecto, como para encontrar proyectos en los que realizar una aportación.

La web www.crowdfunding.org dispone de directorios actualizados, clasificados cualitativamente para conocer las principales plataformas activas.

BUSINESS ANGELS

El volumen de actividad inversora en España de los denominados inversores informales, inversores privados o *business angels* (BA) en el primer semestre de 2012 ascendió a 3,05 millones de euros, frente a los 2,7 millones de euros del mismo periodo del año anterior. Esta cifra es algo menor de la mitad de lo invertido en todo el año 2011 (7,9 millones).

El 29% de las operaciones registradas fue en el sector informático. Según el tramo de inversiones, todas las inversiones acometidas fueron inferiores a los 250.000 euros, siendo 64.000 euros la inversión media por operación.

En cuanto a la distribución geográfica de las operaciones, el 37% se registraron en la Comunidad de Madrid.

La cartera acumulada de *Business Angels* organizados en España ascendió a 22,4 millones de euros, repartidos en 139 empresas, con una inversión media de 161.000 euros por empresa, con las limitaciones estadísticas para el seguimiento pormenorizado de este tipo de operaciones.

TABLA 3. EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN ALTERNATIVA A PYMES (%)

% empresas que ha utilizado otros instrumentos alternativos para la obtención de financiación ajena:

	Promedio 2010 y 2011	IV T. 2011	I T. 2012	II T. 2012	III T. 2012	IV T. 2012
Capital riesgo	3,2	1,3	0,8	0,5	0,3	1,0
Business angels	0,5	0,0	0,3	0,0	0,0	0,5
Capital semilla	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Préstamos participativos	1,6	0,0	0,5	0,5	1,0	0,8
Instrumentos financieros de la Comisión Europea	0,2	0,5	0,0	0,5	0,0	0,0

Fuente: «Encuesta Cámaras sobre el acceso de las pymes a la financiación ajena» (Diciembre de 2012).

3. EL CAPITAL RIESGO Y LA FINANCIACIÓN DE PYMES

En buena parte debido a su escasa exposición a los medios de comunicación y comunidad inversora, el sector de capital riesgo en Europa ostenta un perfil controvertido, en el que se pasa de la apatía a la euforia y al escepticismo. Desafortunadamente, el debate público suele centrarse en impresiones generales o casos aislados, que difícilmente ofrecen una visión de conjunto para el sector que permita una cierta objetividad.

Precisamente por ello, es necesario dar a conocer con suficiente profundidad la situación y perspectivas del capital riesgo en España, así como las potencialidades de los operadores de este sector a la hora de financiar empresas en un momento del ciclo económico en el que la financiación escasea más que en el pasado reciente, y quizás por ello, ha pasado a ser uno de los temas estratégicos claves para la supervivencia, y en algunos casos, consolidación de negocios previamente existentes.

Además, conviene tener en cuenta otras sinergias derivadas de este sector, de cara a reforzar la competitividad de la economía española. A escala estratégica, el sector del capital riesgo es muy importante para desarrollar proyectos empresariales, habiéndose mostrado históricamente muy eficiente a la hora de detectar nuevos sectores,

potenciar la innovación³ y dar alas a emprendedores con talento. Su apoyo se materializa en ocasiones por permitir a las empresas participadas el acceso a otros mercados, o consolidar sus proyectos mediante el acceso a fondos, contactos, socios o elementos de la cadena de valor que de otro modo, difícilmente podrían haberse conseguido, y de forma mucho más rápida que otras vías de financiación, suponiendo que dispongan de fondos, aunque su política de riesgos podría incluir únicamente parámetros tradicionales, y asimismo adolecer del resto de elementos previamente enunciados.

Para los inversores de capital riesgo, durante un cierto periodo, las inversiones son de largo plazo y muy ilíquidas. Mientras se mantengan las participaciones en cartera, el capital riesgo utiliza diferentes elementos de monitorización y asesoramiento para elevar el valor de la inversión. Estos elementos se ven necesariamente afectados por la naturaleza de cada fondo, y aunque las competencias requeridas son un prerrequisito obvio, existe un vínculo directo y una monitorización recurrente que favorecen la creación de los incentivos necesarios para asesorar (y supervisar) al equipo gestor de las empresas participadas.

³ Jeng y Wells (2000), Lerner y Schoar (2005), Cumming (2005), Megginson (2004), Mayer et al (2005).

En otro orden de cosas, dado el gran protagonismo ejercido por los recursos humanos a la hora de poner en marcha dichas operaciones, este sector también se ha manifestado como un excelente dinamizador y cohesionador de equipos, o en otros casos, como una excelente herramienta de profesionalización y elemento depurador para negocios familiares tradicionales.

Por si fuera poco, el sector del capital riesgo ha ayudado en el proceso de consolidación de la Unión Europea, al mostrarse sus operadores muy integrados internacionalmente. A modo de ejemplo, un estudio realizado por SEVeCa en 2003⁴ detectó cómo el 27% de los fondos de capital riesgo analizados en la Unión Europea disponían de oficinas fuera de sus fronteras, y el 25% de los operadores contaban con socios internacionales. Además de ello, el 24% de sus inversiones, por término medio, pertenecían a un país diferente del de origen. El porcentaje de operaciones con inversores internacionales se mostró particularmente elevado en sectores tales como los servicios financieros (42%), medios de comunicación y ocio (34%) o telecomunicaciones (31%). Teniendo en cuenta el relativamente reducido ratio de internacionalización de las pymes españolas, el capital riesgo puede ser un excelente compañero de viaje en estos procesos, agilizando los procesos en los que se dispone de un *track-record* histórico positivo, y limando aquellos otros en los que pudieran sobrevenir dificultades específicas.

El capital riesgo europeo suele ser descrito en los manuales con perfil más conservador y pacífico que el de los países anglosajones, al no interferir los gestores tan activamente en el día a día de las empresas participadas (*hands-off*); sin embargo, un análisis de las operaciones muestra un perfil heterogéneo y variado, desde tímidas inversiones en estadios incipientes de desarrollo de los proyectos, hasta participaciones en el consejo de administración, monitorizaciones semanales y participación en procesos de reordenación de los directivos.

⁴ Bottazzi, Da Rin y Hellmann (2003).

De hecho, cualquier análisis mínimamente pormenorizado del sector de capital riesgo deberá diferenciar al menos, dos grandes segmentos en el sector.

1. El «capital riesgo» puro, orientado a inversiones en proyectos empresariales o empresas jóvenes en sectores de elevado crecimiento que necesitan financiación para conseguir cubrir sus planes de negocio. Dentro de este segmento cabría incluir la clasificación de inversiones de principio o de final de etapa.
2. El *private equity*, formado por inversiones de mayor tamaño, para empresas establecidas que operan en sectores maduros y necesitan financiación para resolver problemas estructurales de capital, o bien para afrontar nuevas inversiones o conseguir crecimientos adicionales.

La crisis económica, lejos de asustar a los fondos de capital riesgo afincados en España, sector acostumbrado a vivir bajo la presión de los mercados, les ha obligado a reinventarse.

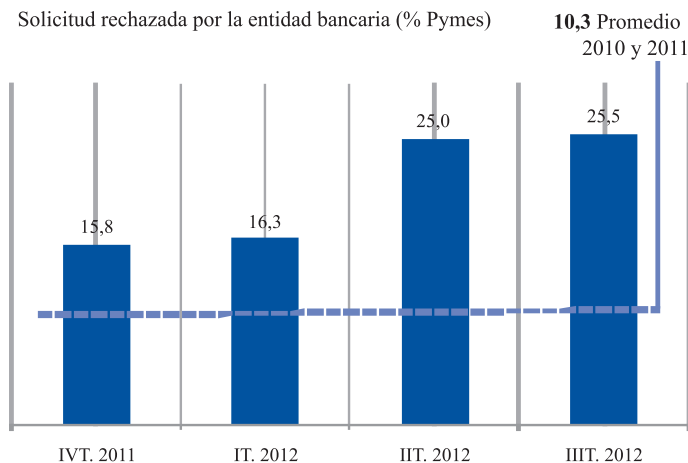
Añadido al mayor *coste implícito de la financiación externa*⁵, muchos gestores de empresas se muestran reticentes a disminuir el porcentaje de acciones que tienen en propiedad, con la consecuente *pérdida de control*⁶, de forma que la financiación interna es preferida por las interferencias que los inversores externos podrían imponer⁷.

Las pymes se enfrentan a serias dificultades a la hora de encontrar financiación externa, lo que se debe principalmente a dos motivos. En primer lugar, estas empresas sufren agudos *problemas de información asimétrica*, lo que ocasiona que los proveedores de fondos externos demanden tanto activos con los que garantizar el crédito, como altos tipos de interés a sus créditos, lo que limita la capacidad de estas empresas para aprovechar

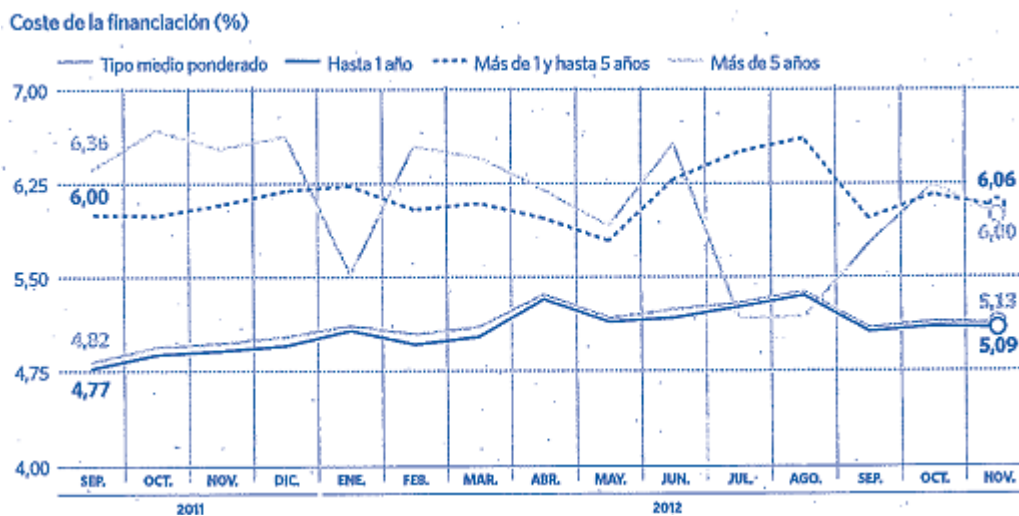
⁵ Ang, (1991), Chittenden *et al.*, (1996), Berger y Udell, (1998), Carpenter y Petersen, (2002^a)

⁶ Holmes y Kent, (1991), Chittenden *et al.*, (1996).

⁷ López-Gracia y Aybar-Arias, (2000), Hogan y Hutson, (2005), Chittenden *et al.*, (1996).

GRÁFICO 5. EVOLUCIÓN TEMPORAL DE LAS SOLICITUDES DE PRÉSTAMOS DE PYMES RECHAZADAS POR LAS ENTIDADES BANCARIAS (%)

Fuente: Banco de España y Cámaras de Comercio.

GRÁFICO 6. EVOLUCIÓN TEMPORAL DEL COSTE DE LA FINANCIACIÓN PARA LAS PYMES ESPAÑOLAS (2011-2012)

Fuente: Banco de España y Cámaras de Comercio.

todas sus oportunidades de crecimiento. En segundo lugar, los directivos de estas empresas suelen mostrarse adversos a la *pérdida de control*, lo que agrava el problema, dado que esto incluso reduce la propia demanda de financiación externa. Como resultado, las pymes deben financiar

gran parte de su crecimiento con los fondos generados internamente.

En este contexto, el capital riesgo resulta una fuente de financiación vital para estas empresas. El capital riesgo, como fuente de financiación externa a largo plazo, tiene la ventaja de que

ofrece, además de la financiación, valor añadido en forma de apoyo a la gestión y actividades de seguimiento. Todas estas actividades adicionales incrementan la credibilidad de las empresas financiadas y permite su supervivencia. El incremento en los fondos propios que lleva aparejada la intervención del capital riesgo permite, a su vez, incrementar el endeudamiento a largo plazo de estas empresas, reduciendo la dependencia de sus inversiones con respecto a los fondos generados internamente. Además, la naturaleza temporal y minoritaria de la participación de los inversores de capital riesgo en el accionariado de la empresa financiada, reduce el miedo a la pérdida de control mostrada por los empresarios.

Hablando con cifras, la inversión de entidades de capital riesgo en España alcanzó en 2012 2.525 millones de euros, un 22,5% menos que en 2011⁸. De entre ellas, el 94% de las inversiones fue en operaciones de menos de cinco millones de euros, en empresas en etapas de arranque y crecimiento, teniendo como destino emprendedores y pymes, confirmando que en estas fases, el socio financiero puede aportar mucho al emprendedor por disponer de una experiencia previa similar (contratación, retención y motivación de talento, internacionalización, protección de la propiedad intelectual, gestión de conflictos internos, financiación, venta de la empresa).

El volumen de inversión de *venture capital* en España apenas representó en el primer semestre de 2012 el 7% de la inversión en capital riesgo y el 74% del número de operaciones.

El importe medio de las operaciones fue de 244.000 euros, mientras que si se atiende sólo a las nuevas inversiones, se cifró en 222.000 euros, frente a los 305.000 euros del primer semestre de 2011.

En cuanto a la distribución del accionariado de los fondos de *venture capital* activos en la economía española, los operadores públicos supu-

sieron un 61,5% y los operadores privados un 38,5%. El importe medio por operación de los inversores privados fue de 350.000 euros, y los inversores públicos de 180.000 euros.

Desde una perspectiva sectorial, destacó la categoría informática (43% del total invertido).

El *venture capital* invierte principalmente en empresas de base tecnológica al representar éstas el 81% del volumen total invertido en 2011 para la economía española (66,3 millones de euros).

Las empresas de la Comunidad de Madrid y Cataluña recibieron la mayor parte de la financiación de *venture capital* (61% del volumen). El *venture capital* en España se mueve en niveles de inversión pequeños. El 82% del total de las operaciones cruzadas supuso un compromiso inferior a los 250.000 euros, acumulando 22,8 millones de euros, 28 operaciones (8,4%) se situaron entre 250.000 euros y 500.000 euros, 15 (4,5%) entre 500.000 euros y 1 millón, 12 (3,6%) entre 1 y 2,5 millones de euros. De las cinco operaciones restantes, cuatro se situaron entre 2,5 millones y 5 millones de euros, y sólo una de ellas llegó al rango entre 5 y 10 millones de euros.

En resumen, debe destacarse el predominio de operaciones inferiores a 500.000 euros (90,5%) y dificultad para superar la barrera del millón de euros, sólo 15 operaciones lo consiguieron y ninguna se situó por encima de los 10 millones de euros.

Aunque la labor de captar nuevos fondos sigue siendo complicadísima para el capital riesgo en general, pero parece que los operadores de firmas de *venture capital* y Agrupaciones de *Business Angels* están teniendo más éxito que los operadores de *private equity*.

La directiva AIFMD es una gran oportunidad para mejorar el régimen regulatorio del capital riesgo en España, actualizando algunos aspectos mejorables de la Ley de 25/2005.

⁸ Anuario ASCRI 2013.

**TABLA 4. DISTRIBUCIÓN DE INVERSIONES DE VENTURE CAPITAL POR SECTOR**

Sectores	Importe (€ Millones)			Número		
	2011S1	2011S2	2012S1	2011S1	2011S2	2012S1
Informática	30,6	26,1	35,2	115	154	160
Otros Electrónica	0,1	1,5	1,7	1	5	6
Prod. y Servicios Industriales	13,8	7,1	4,3	18	22	32
Productos de Consumo	2,8	1,3	1,4	8	6	15
Agricultura/Ganadería/Pesca	2,8	5,1	0,7	10	4	2
Energía/Recursos Naturales	10,2	6,3	2,7	9	16	6
Química/Plásticos	2	0,9	1,4	8	4	4
Construcción	1,9	1,9	0,1	2	3	3
Medicina/Salud	5,4	9,1	3,7	14	21	18
Hostelería/Ocio	4,4	11,8	6,4	4	5	10
Comunicaciones	4,6	7,9	6	10	13	12
Biotechnol./Ing. Genética	15,8	13,8	9,5	51	47	31
Automatización Industrial	1	3,1	0,6	7	1	5
Servicios Financieros	0,5	0	0,3	2	0	3
Otros Servicios	9,5	8,6	7,1	14	9	21
Otros	1,2	0,1	0,3	3	3	4
Transporte	1,2	6,8	0,3	4	5	3
Otros Producción	0	1,5	0	0	1	0
Total	107,6	113	81,7	280	319	335

Fuente: ASCRI 2012.

TABLA 5. DISTRIBUCIÓN DE OPERACIONES DE VENTURE CAPITAL POR TAMAÑO

Tramo de Inversión	Importe (€ Millones)			Número		
	2011S1	2011S2	2012S1	2011S1	2011S2	2012S1
0 - 0,25 € millones	20,5	22,5	22,8	178	227	275
0,25 - 0,5 € millones	15,9	13,5	8,9	52	43	28
0,5 - 1 € millones	16,8	15,5	9,7	23	22	15
1 - 2,5 € millones	32,2	21,2	17,2	22	18	12
2,5 - 5 € millones	9,4	24,3	9,7	3	7	4
5 - 10 € millones	12,7	6	13,4	2	2	1
10 - 25 € millones	0	10	0	0	0	0
25 - 100 € millones	0	0	0	0	0	0
Más de 100 € millones	0	0	0	0	0	0
Total	107,6	113	81,7	280	319	335

Fuente: ASCRI 2012.

4. MERCADO ALTERNATIVO DE RENTA VARIABLE (EL MAB-EE)

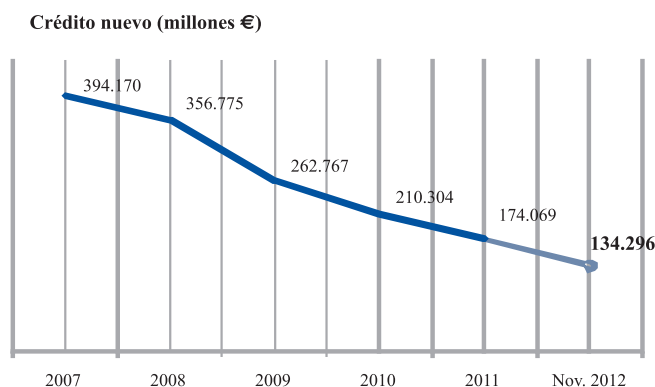
No hace falta reiterar aquí la extraordinaria importancia que las PYMES tienen para la economía española. Ya ha sido subrayada en otros artículos de esta misma publicación. Baste afirmar que son responsables de dos tercios del PIB y más del 80% del empleo.

Por ello parece pertinente remarcar la perentoriedad de ofrecer a las Pymes un acceso eficiente y justo a un abanico más amplio de financiación, que complete la del crédito bancario para poder abordar la recuperación de la economía española con un *down-top approach* y potenciar la creación de empleo a partir de pymes en crecimiento. El apoyo de las autoridades en España y también en el resto de Europa se ha

enfocado hasta ahora en las políticas institucionales de fomento del crédito. La gran mayoría de los programas financieros públicos se centran en instrumentos crediticios, propiciando un mayor flujo de crédito a través de un complemento público de los préstamos bancarios disponibles, subvencionando los tipos de éstos u ofreciendo

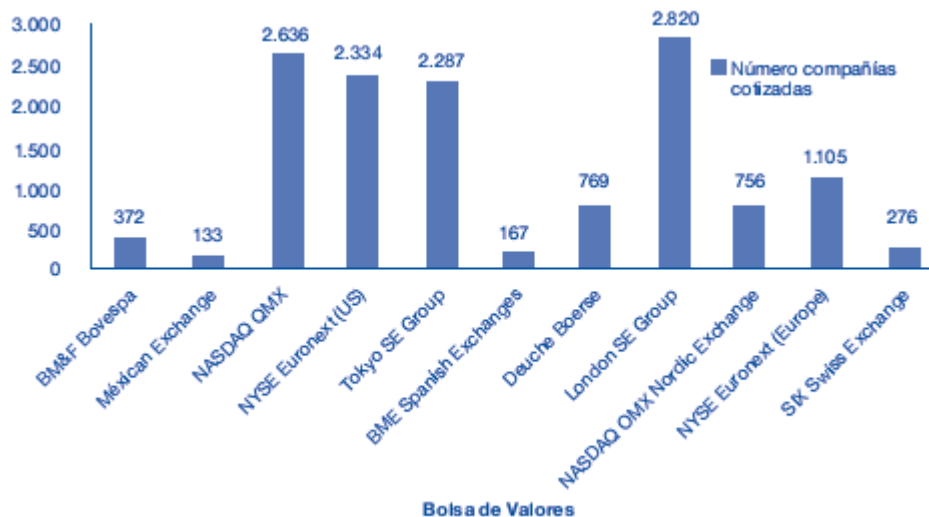
garantías y diferentes tipos de avales para facilitar su puesta a disposición. Una parte pequeña de la financiación de las Pymes se obtiene a través de otras fórmulas: «*business angels*», capital semilla, capital riesgo y, en menor medida, ampliaciones de capital a través del mercado, principal o alternativo.

GRÁFICO 7. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA FINANCIACIÓN A PYMES EN ESPAÑA



Fuente: Banco de España y Cámaras de Comercio.

GRÁFICO 8. DISTRIBUCIÓN INTERNACIONAL DE EMPRESAS COTIZADAS



Fuente: WFE, World Bank, PwC.



Mientras no se conciencie la sociedad española de la importancia de la apelación a los mercados para conseguir financiación por su mayor permeabilidad al riesgo empresarial, continuaremos sufriendo una situación de estrangulamiento estructural como la actual debido a pivotar sobre intermediarios tradicionales.

La última **encuesta ICO-Cámaras sobre el acceso de las PYMES a la financiación ajena** (cuarto trimestre 2012) señala que el 88% de las PYMES que se ha dirigido a las entidades financieras ha tenido problemas para acceder a la financiación. Se ha reducido el volumen concedido para un 36%, se ha incrementado el coste para un 69% y se han aumentado los requerimientos de garantías y avales en un 80% de los casos. Un 13% de las empresas simplemente no ha conseguido financiación. Mientras tanto, apenas un 5% de las empresas encuestadas ha utilizado instrumentos alternativos, como el capital riesgo o los préstamos participativos.

Estas fórmulas no bancarias son complementarias con el crédito y suelen aplicarse sucesivamente a medida que la empresa madura, si bien pueden competir entre sí, sobre todo en las etapas intermedias. El capital riesgo ayuda a las compañías en una etapa temprana a alcanzar la madurez necesaria para acceder al mercado de valores, lo que supone una fórmula de «salida» del accionista capital riesgo y facilita volver a iniciar el ciclo de inversión en otra empresa. Sin embargo, los fondos de capital riesgo a menudo se interesan también en compañías que podrían considerar acceder al mercado directamente. Este hecho debería ser tenido en cuenta a la hora de aprobar políticas de apoyo público al capital riesgo, específicamente en esta etapa o seguimiento intermedio, en el que las compañías alcanzan ciertos tamaños que son perfectamente objeto de cotización.

En cualquier caso, a nivel mundial, aunque con diferente asentamiento social, la Bolsa es, entre otras alternativas, una herramienta que permite encontrar soluciones al conjunto de retos que la empresa familiar está afrontando, tales como el crecimiento, la profesionalización, la imagen, o la financiación.

En este sentido, el mercado de capitales ofrece una solución financiera a situaciones problemáticas en las pymes, pero no una solución económica, que vendrá dada por el plan de inversiones y los proyectos estructurados de futuro que hayan dispuesto los directivos de dicha empresa, no por el mercado, que serán evaluados directamente desde el parqué por parte de los intermediarios financieros y los inversores bursátiles. La empresa, a cambio, deberá mostrar, una serie de características, directamente evaluadas por el mercado: crecimiento, transparencia y eficiencia.

Sin embargo, a pesar de los grandes avances experimentados por la cultura financiera a lo largo de los años 90, las empresas españolas continúan siendo eminentemente conservadoras a la hora de endeudarse, y la autofinanciación es la principal fuente de recursos en un 69% de los casos, muy por delante de los créditos bancarios o las aportaciones de accionistas.

Esta limitada disponibilidad de recursos no es, sin embargo, un factor que determine la expansión de estas empresas, sólo las que ofrecen peores resultados declaran que encuentran limitaciones a su crecimiento debido a la falta de fondos. La Bolsa, por tanto, se presenta como una efectiva *campana de marketing* que deriva en una solución para el *proceso de profesionalización y sucesión en la propiedad de la empresa*, más que como instrumento de captación de fondos.

En ocasiones, el deseo de mantener el control en la propiedad de las acciones de la empresa determina un menor crecimiento, condicionando la futura evolución de su cotización como valor estrecho o poco líquido. Efectivamente, esa excesiva prudencia puede suponer una menor valoración de los analistas a la hora de realizar sus previsiones futuras de evolución, o incluso, que este valor quede fuera de las carteras de inversores institucionales por no alcanzar un *umbral mínimo* de tamaño. Los últimos ejercicios bursátiles han mostrado cómo los pequeños valores eran diferencialmente más rentables con respecto del índice del mercado.

Sentido común de los directivos de las pymes será analizar con cuidado, antes de salir de coti-

zar en bolsa, si la naturaleza de sus decisiones empresariales y financieras está en concordancia y no genera distorsiones con un mercado financiero que ofrece y ayuda, pero también exige, profesionaliza y disciplina.

Sin ser una panacea, ni servir para todas las empresas ni en todos los momentos de su ciclo vital, la alternativa bursátil es una más a tener en cuenta, y en el abanico posible de estrategias debería, al menos, estar presente. En caso contrario, la perspectiva no será global, y a lo mejor, los proyectos de inversión descartados hoy en nuestra empresa por huir de riesgo y de cambios suponen cortarles las alas y que la empresa no subsista con el paso del tiempo. El reto es importante, pero los potenciales resultados pueden merecer la pena.

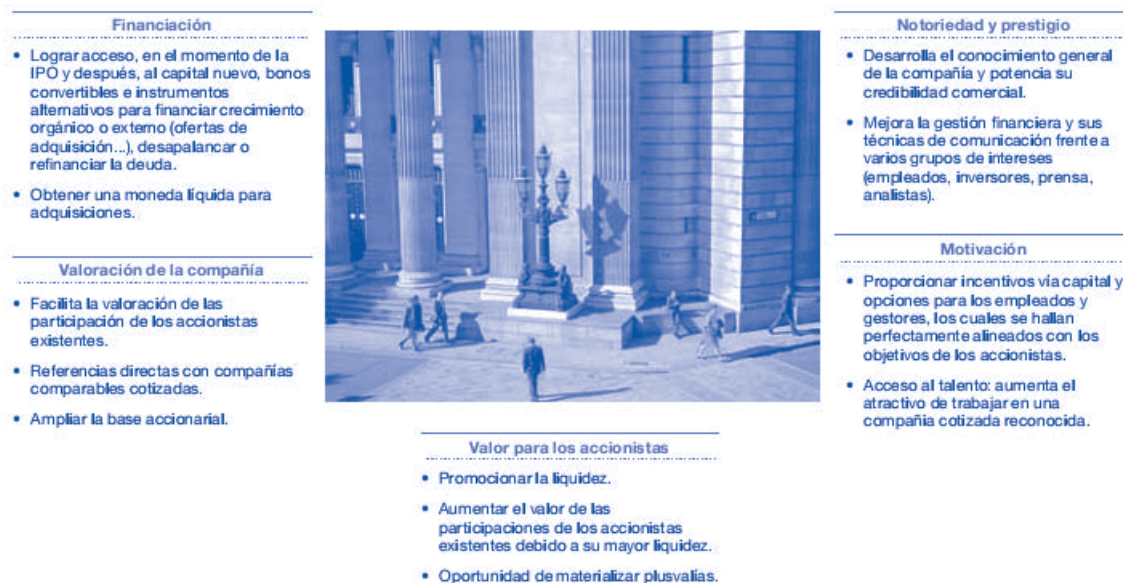
Por parte de la Administración Pública, a fin de atraer más valores y otros productos al mercado, acaso más que incentivos sea simplemente necesario que se disponga de la normativa legal adecuada aquellas iniciativas sobre el particular que surjan del propio mercado. Más en detalle, se trataría, por un lado de los ETF (fondos de

índices negociados en la propia Bolsa) y el segmento de SICAV y empresas de baja capitalización, que el grupo BME propugna, en los cuales se lleva años trabajando, y cuyas principales dificultades operativas son de carácter fiscal.

En este contexto, conviene citar la reciente reforma del Régimen Fiscal de las SOCIMI, que las equipara con los REIT de otros países, facilitando el trasvase transnacional de activos en cartera y su mayor atractivo para los inversores internacionales, poniendo en valor el segmento de activos inmobiliarios en alquiler.

Se ha criticado mucho la *falta de liquidez* de los mercados de valores especializados en PYMES. Algunas veces por simple ignorancia y otras por un mal manejo de expectativas. No debe confundirse la capacidad de encontrar contrapartidas para grandes paquetes, a través de una colocación privada o pública, con el volumen diario que puede alcanzar en el mercado uno de estos pequeños valores. La limitación de este último no impide que se diseñe una buena operación para vender en bloque.

TABLA 6. CADENA DE VALOR PARA LA EMPRESA COTIZADA



Fuente: PwC.



El MAB no es la bolsa tradicional, sino más bien un *segmento complementario*. Al amparo de la última regulación de directivas comunitarias, se denomina Sistema Multilateral de Negociación (SMN). Es un mercado que está promovido y organizado por Bolsas y Mercados Españoles (BME) y supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). La regulación del MAB no es la que se aplica tradicionalmente a las compañías cotizadas en Bolsa, a semejanza de otros países. Por lo tanto, no está pensado para empresas muy grandes con grandes estructuras y equipos donde el tamaño permite dedicar grandes recursos a satisfacer abundantes exigencias regulatorias, sino para empresas más pequeñas.

Las empresas grandes que cotizan en la Bolsa en la actualidad han aprovechado muy bien la financiación aportada por el mercado. Hace diez o quince años, Iberdrola, Repsol, Telefónica, Santander, BBVA, etc., no tenían ni de lejos la dimensión actual: hoy son auténticas multinacionales y su despegue internacional se ha fundamentado, en buena medida, por el pulmón financiero que el mercado les ha aportado y la credibilidad internacional, a través de ampliaciones de capital, expandiéndose y comprando otras compañías. En algunos casos, a través de intercambio de títulos y en otros directamente obteniendo dinero en efectivo y comprando con él otras empresas. Esto no podrían haberlo hecho sin haber cotizado.

En España hay unas 150 compañías no financieras cotizando en Bolsa. En Turquía hay 300, en Francia unas 500. Para el tamaño de nuestra

economía, estamos bien posicionados en términos de grandes compañías, no hay muchas compañías grandes que no coticen en Bolsa. Sin embargo, no hay casi ninguna compañía pequeña cotizada en Bolsa. Este es el foco del MAB.

Por lo tanto, el objetivo es el de empresas de capitalización reducida, empresas pequeñas en términos de su valoración de mercado bursátil, pero fundamentales en términos de aportación a nuestro PIB. En todo caso, son empresas de capitalización pequeña que quieren expandirse, bien a través del lanzamiento de nuevos productos, nuevas líneas de negocio, nuevos servicios o expansión geográfica internacional. La regulación de este mercado ha sido diseñada a medida. Los costes y los procesos que apareja la cotización en el mercado también están adaptados a esas características.

El MAB, en principio, está centrado en empresas españolas, ya que estos mercados alternativos se caracterizan por ser mercados muy domésticos. Está abierto a otros valores de la UE, por supuesto, y de Latinoamérica, pero el objetivo, por lo menos en el corto y medio plazo, son las pymes españolas.

Básicamente, los inversores que acuden, sobre todo en las ofertas iniciales, son inversores institucionales, pero es un mercado que está totalmente abierto para cualquier tipo de inversor. Es decir, pueden operar inversores particulares, entrar y salir, sin ningún inconveniente. Su régimen de información y de contratación también está específicamente adaptado.

TABLA 7. CARACTERÍSTICAS GENERALES DEL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL (MAB):

- Un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), al margen, en paralelo a la Bolsa principal.
- Promovido desde BME y supervisado por la CNMV.
- Para valores de la Unión Europea y también Latinoamérica.
- Para inversores institucionales y particulares.
- Que proporciona financiación, visibilidad y valoración.
- Con un régimen de información y contratación adaptado a las singularidades de este tipo de empresas.

Fuente: BME.

Las compañías que soliciten su incorporación al MAB deberán ser sociedades anónimas que estén comercializando productos o servicios y que cumplan los siguientes requisitos:

- Disponer de cuentas auditadas, bien en el estándar contable nacional, bien en Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) o *US GAAP*. Suponemos que el uso de las NIIF se irá generalizando sobre todo entre empresas que persigan tener entre sus accionistas a inversores internacionales.
- Contar con una parte de su capital en manos de accionistas minoritarios, cuyo valor estimado de capitalización supere los dos millones de euros. Esta mínima difusión previa, caso de no contarse con ella antes de cotizar en el MAB, podrá alcanzarse mediante una oferta de venta o suscripción simultánea a la incorporación. No hay, pues, un tamaño mínimo, sino una difusión mínima.
- Designar, con carácter permanente, un **Asesor Registrado**: que les ayude tanto en la salida como durante su permanencia en el mercado.
- Designar un **Proveedor de Liquidez**: suscribir un contrato con un proveedor de liquidez que facilite la negociación. Luego desarrollaremos más estas dos nuevas figuras.

Para ello deberá acompañar un *Documento Informativo de Incorporación*, cuya estructura y contenido es similar a la del *Folleto Informativo* que en una salida a Bolsa estándar debe quedar registrado en la CNMV e incorpora, en su caso, un cuadro de previsiones de negocio para el ejercicio actual y siguientes.

Se ha hecho un esfuerzo especial para simplificar o incluso eliminar aquellos conceptos que, aplicados a una gran compañía, tienen cierta justificación, pero que en el caso de empresas de tamaño reducido, pierden sentido y se convierten más bien en un mero obstáculo burocrático.

Recibida la solicitud, el comité de admisión del MAB evaluará los requisitos exigidos y decidirá, en su caso, su tramitación e incorporación.

Con independencia de los anteriores requisitos formales, las empresas que soliciten su incorporación al MAB deberán asumir un nivel de transparencia adecuado. Con carácter periódico la compañía tendrá que facilitar al mercado información financiera y contable, previa comprobación del Asesor Registrado, que deberán remitirse al mercado, y publicarse en la página web de la empresa para su mejor difusión. Por su parte, el MAB las difundirá a través de su página en internet⁹.

El Asesor Registrado y el Proveedor de Liquidez tratan de cubrir las principales asignaturas pendientes de los segmentos alternativos para pymes en mercados financieros, ofrecer suficiente transparencia y liquidez como para atraer una base amplia de inversores interesados. Con la figura del Asesor Registrado, existente también en otros mercados alternativos, se quiere ayudar a cumplir con la transparencia del mercado. En cuanto a la liquidez, las compañías que acuden al MAB son pequeñas, el sentido común nos indica que Carbures no puede ni debe tener la misma liquidez que Santander. Sin embargo, se obliga a la compañía a que nombre un Proveedor de Liquidez, que es un intermediario financiero al que la propia compañía le aporta dinero y títulos para que pueda dar contrapartida. Evidentemente, si alguien quiere comprar un millón de euros en Santander lo hará inmediatamente, y si alguien quiere comprar un millón de euros en Carbures le resultará muy difícil, porque estaría comprando el 10% de lo que colocó la compañía en el mercado.

El MAB inició su andadura en julio de 2009 con la incorporación de la primera compañía (Zinkia) y en la actualidad cuenta con 22 compañías de distinta dimensión y sectores de actividad. El cuadro que se acompaña recoge el detalle de las compañías con su capitalización, sector de actividad y recursos obtenidos en ampliaciones de capital coincidentes con la salida al MAB.

⁹ www.bolsasymercados.com/mab

TABLA 8. EMPRESAS COTIZADAS EN EL MAB

FECHA INCORPORACIÓN	EMPRESA	SECTOR
15/07/2009	ZINKIA	SERV. CONSUMO. OTROS
01/12/2009	IMAGINARIUM	SERV. CONSUMO. COMERCIO
12/03/2010	GOWEX	TECNOLOGÍA. TELECOM
25/03/2010	MEDCOMTECH	BS CONSUMO PROD FARMA
07/06/2010	NEGOCIO	SERV. CONS. MEDIOS COM
30/06/2010	BODACLICK	SERV. CONS. MEDIOS COM
01/07/2010	NEURON	BS CONSUMO PROD FARMA
20/07/2010	AB-BIOTICS	BS CONSUMO PROD FARMA
10/11/2010	NOSTRUM	SERV. CONS. MEDIOS COM
01/12/2010	ALTIA	TECNOLOGÍA. TELECOM
15/12/2010	EURONA	TECNOLOGÍA. TELECOM
30/12/2010	COMMCENTER	SERV. CONS. COMERCIO
16/02/2011	EUROESPES	TECNOLOGÍA. TELECOM
06/06/2011	CATENON	BS CONSUMO PROD FARMA
06/07/2011	LUMAR	BS CONSUMO. ALIMENTAC
28/07/2011	SECUOYA	SERV. CONS. COMERCIO
29/07/2011	GRIÑO	MAT. BAS. INDUSTRIA
26/01/2012	BIONATURIS	BS CONSUMO PROD FARMA
23/03/2012	CARBURES	MAT. BAS. INDUSTRIA
30/03/2012	IBERCOM	TECNOLOGÍA. TELECOM
12/04/2012	SUAVITAS	SERV. CONS. COMERCIO
20/12/2012	INKEMIA	BS CONSUMO PROD FARMA
Año 2013	EBOSS	DISEÑO Y CONST. PLANTAS ENERGÉTICAS

AÑO	Nº EMPRESAS
2009	2
2010	10
2011	5
2012	5
2013	1

En lo referido a la distribución temporal el mejor año para el MAB fue el 2010 con 10 operaciones de entrada, sin embargo, no se debe obviar la crisis en la que está inmersa la economía española y la falta de cultura de *apertura del capital* del empresariado.

Por lo que se refiere a la distribución sectorial, se observa también una considerable variedad, ya que el MAB está abierto a todos los sectores, desde los más tradicionales a los más innovadores y punteros tecnológicamente. En todo caso, conviene señalar que la experiencia acumulada pone de manifiesto que con el MAB se ha dado entrada a esta vía de financiación a compañías de

sectores que, por sus características, estaban poco o nada representados en el mercado bursátil, lo cual además de suponer un elemento de potencial desarrollo del MAB, contribuye a ampliar, mediante la diversificación sectorial, la gama de posibilidades de los inversores actuales y potenciales.

El conjunto de compañías negociadas en el MAB han obtenido con su salida al mercado más de 100 millones de euros, además de realizar ampliaciones de capital posteriores a su incorporación por un importe conjunto de más de 15 millones de euros, que se han venido a sumar a los obtenidos en la salida.

TABLA 9. RECURSOS OBTENIDOS POR LAS COMPAÑÍAS EN LA SALIDA AL MAB

Empresas	Recursos captados	Ampliación capital (nº acciones x nominal)	% Ampliación sobre el nuevo capital social
INKEMIA	Listing	0	0,00%
Ab-Biotics	3.497.320,20 €	69.117,00 €	27,56%
Altia	2.551.863,20 €	18.763,70 €	13,64%
Bodaclick	10.000.241,02 €	71.944,18 €	22,24%
Catenon	5.000.005,92 €	27.472,56 €	10,41%
Commcenter	2.227.400,00 €	397.750,00 €	12,04%
Griñó	4.204.440,00 €	36.720,00 €	6,00%
Nostrum	4.435.854,00 €	951.900,00 €	26,21%
Imaginarium	12.283.500,00 € (*)	72.000,00 €	13,78%
Gowex	6.000.001,00 €	85.714,30 €	14,89%
Lumar	2.153.862,60 €	468.231,00 €	23,49%
Medcommtech	8.828.590,56 €	26.043,04 €	25,59%
Negocio	3.702.720,00 €	9.120,00 €	13,17%
Neuron	2.493.750,00 €	625.000,00 €	13,50%
Secuoya	2.000.712,00 €	5.954,50 €	6,45%
Zinkia	7.041.154,56 €	366.726,80 €	14,99%

(*) Incluye los recursos captados por las 450.000 acciones propiedad de la compañía, que fueron objeto de oferta de venta.

Fuente: Estudio Integra. Diciembre 2012.

Conviene destacar el esfuerzo realizado desde BME para aquilatar costes y reducir procesos, generando una atmósfera amigable para las empresas que favorecerá, sin duda, futuras salidas al MAB. Desafortunadamente, un periodo tan reducido, apenas tres años, no permite un tratamiento de series temporales, y lo reducido de la muestra de empresas cotizadas tampoco permite una identificación con el perfil medio de las pymes españolas. Los buenos resultados de algunas de las operaciones podrán servir de efecto llamada para otras pymes interesadas por salir a cotizar, y la falta de liquidez de otros podrán servir para corregir los procesos y orientarles mejor a emisores, asesores e intermediarios.

Si en el futuro se consiguiera una armonización a escala nacional de las ayudas fiscales a inversores y emisores podremos impulsar este mercado. La perspectiva histórica nos ha mostrado cómo este tipo de iniciativas no son fáciles de

instrumentar y se deben tomar como inversiones de largo plazo, para poder analizar, después de varios ciclos económicos, sus luces y sombras.

5. MERCADO ALTERNATIVO DE RENTA FIJA (MARF)

«If you go into Anglo-American area it is normal to issue bonds. And I think central Europe is still very focused on bank financing». Sabine Traub. CEO. Stuttgart Stock Exchange.

El proyecto de nuevo mercado alternativo de renta fija (MARF) exigirá a las pymes que acudan disponer de un folleto aprobado desde la CNMV, al tiempo que incentivos fiscales para atraer a inversores.

Si todo va según lo previsto, podría ver la luz a finales del año 2013, y podría movilizar 1000 millones de euros durante su primer año de exis-



tencia, con una rentabilidad estimada entre el 6% y el 10%, según datos de Axesor.

El objetivo de este mercado es que se produzcan entre 20 y 30 emisiones por año, de entre 20 y 25 millones de euros de media, aunque debería facilitarse que el intervalo de capital a emitir oscile entre los 10 y los 50 millones de euros en aras de que potenciar un mayor número de operaciones.

La intención del Ejecutivo español no es otra que la de que este mercado negocie ya en su primer año de vida unos 1.000 millones de euros, con una rentabilidad que podría moverse entre el 6% y el 10%. La *plataforma electrónica de contratación* tendrá, en principio, un horario previsto de 9 a 16.30h, y las órdenes deberán tener un *precio límite*. Además de ello, al final de cada sesión se difundirán todas las órdenes¹⁰.

En España habría unas 780 empresas susceptibles de emitir deuda en este mercado, con un EBITDA superior a los 12 millones de euros, un *rating* estimado superior o igual a «B» y un ratio de deuda financiera sobre el beneficio inferior a 3.5 veces, un incremento de la facturación y el EBITDA superior al 5% entre 2011 y 2012 y una facturación internacionalizada y diversificada.

El 53% de estas empresas pertenece al sector industrial y el 24% al sector comercial, según Axesor.

Las emisiones podrán corresponder tanto a pagarés como a bonos, y de hecho, existe un documento base sobre la información necesaria a incluir por los emisores en cada caso¹¹. Todos estos productos permitirán obtener economías de escala al emisor si decidiera emitir diferentes instrumentos y al inversor, encontrar el instrumento que más se adecúe a sus objetivos de rentabilidad-riesgo.

En cuanto al *perfil de inversores*, el mercado se ha diseñado de forma que el papel se pueda colocar tanto en el mercado institucional como de

particulares, pudiendo participar estos últimos con una compra mínima de 100.000 euros, y la compraventa no va a tener retención fiscal.

En cuanto a los *requisitos de información*, se deberá disponer de cuentas auditadas, informes semestrales y publicación de hechos relevantes¹². El folleto informativo, simplificado, dispondrá de un formato estandarizado aprobado desde la CNMV.

En materia de *solvencia*, el gobierno podría aceptar la no exigencia de calificación crediticia (tema que encarece la emisión), pudiendo ser sustituida por un informe de solvencia (*scoring*), si bien los propios emisores podrían decidir qué opción escoger teniendo en cuenta las preferencias de los inversores.

Según la información hecha pública por Bolsas y Mercados Españoles, este mercado contará con los siguientes *órganos de gobierno*:

- Gestionado por el Mercado AIAF de renta fija.
- Una comisión de incorporación de valores para la supervisión del mercado primario.
- Una comisión de supervisión para control del mercado secundario.
- Una comisión de arbitraje para resolución de controversias.

Los *miembros*¹³ del MARF serán entidades financieras y empresas de servicios de inversión autorizadas a negociar en los mercados por cuenta propia o de terceros.

Las *entidades mediadoras* estarán autorizadas a introducir las órdenes de compraventa de los Miembros en el sistema y a negociar por cuenta de éstos.

El objetivo del MARF es desarrollar un mecanismo que permita a las empresas solventes y sanas acceder a liquidez a corto plazo para que puedan gestionar su fondo de maniobra y a fon-

¹⁰ **Circular 4/2013**. Sobre Normas de Contratación de Valores en el MARF.

¹¹ **Circular 7/2013**, de 18 de julio, sobre incorporación y exclusión de valores.

¹² **Circular 5/2013**, de 18 de julio, sobre la información a facilitar por los emisores.

¹³ **Circular 2/2013**. Sobre Miembros y entidades mediadoras en el MARF.

dos a medio plazo, atrayendo el capital de inversores institucionales domésticos, pero sobre todo, internacionales.

La plataforma más adecuada para un mercado dirigido a inversores institucionales y donde los emisores no son empresas ya cotizadas en un mercado secundario oficial, sería un **Sistema Multilateral de Negociación (SMN)** que constituye una plataforma de negociación de instrumentos financieros¹⁴. Los requisitos de acceso son más flexibles que los de los mercados secundarios oficiales (transparencia, gobierno corporativo e información sobre la solvencia). No obstante, deberán respetarse unos requisitos mínimos para asegurar la confianza de los inversores en el mercado como por ejemplo, disponer de cuenta auditadas sin salvedades en los dos últimos ejercicios.

Los *asesores registrados*¹⁵ serán personas jurídicas con experiencia en la asesoría de empresas para la emisión de valores en los mercados. Su misión será facilitar la tramitación de la documentación y la información periódica al mercado.

En cuanto a las *entidades de calificación*, en todo caso deberán ser entidades registradas y certificadas por ESMA, y deberán emitir un *informe de evaluación crediticia y de riesgo* de cada emisión, así como un *informe de solvencia*.

El tipo de empresas potenciales previsto para este mercado, aunque pymes, serán de *tamaño grande*, debido a que los costes derivados de la emisión siguen siendo elevados.

En cuanto a los *incentivos fiscales*, aspecto clave para garantizar el éxito de este mercado, el Gobierno está estudiando la equiparación en el tratamiento de la inversión con el de los mercados secundarios oficiales.

Los horizontes más deseables podrían establecerse tanto para la *inversión directa* como para la *inversión a través de un vehículo* que invirtiera al menos un porcentaje determinado en este tipo de valores.

Cabe destacar que existen una serie de condicionantes en la actual regulación de las sociedades de capital y en materia de anotaciones en cuenta:

- Imposibilidad de que las Sociedades de Responsabilidad Limitada (SRL) hagan emisiones (artículo 402 de la Ley de Sociedades de Capital). Dicha limitación podría estar justificada por la necesidad de proteger al inversor y accionista de estas sociedades de responsabilidad limitada. Eliminar esta restricción es fundamental para el éxito del mercado, porque un número significativo de emisores podrían tener la forma jurídica de sociedades de responsabilidad limitada.
- Limitación a las emisiones por parte de las sociedades anónimas hasta un volumen igual a los recursos propios más las reservas del último balance y las cuentas de regulación y actualización (artículo 405 de la Ley de Sociedades de Capital). Dicha limitación encontraría su justificación en la defensa de los intereses de los accionistas. Adicionalmente, tal limitación no se aplica ni a entidades de crédito ni a entidades cotizadas en mercados oficiales (artículo 510 de la Ley de Sociedades de Capital). De nuevo, la eliminación de esta restricción podría ser necesaria para garantizar el acceso de un mayor número de empresas al mercado.
- Obligación de que la emisión se formalice en escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil. El artículo 6 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, establece que la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta puede realizarse mediante folleto informativo, si existe obligación de aportarlo para su aprobación y registro por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Se propone que, en analogía con este supuesto, con el objetivo de reducir el tiempo invertido, para la emisión de los valores en el mercado

¹⁴ **Circular 1/2013**. Sobre Supervisión del MAREF.

¹⁵ **Circular 3/2013**. Sobre Asesores Registrados en el MAREF.



alternativo de renta fija, se pueda realizar mediante la aportación del documento afirmativo. Esto podría tener efectos sobre el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, en cuanto a la persona obligada a llevar la documentación al registro.

Los *inversores institucionales* serían el público objetivo por excelencia, dado que el mercado se articula como un SMN, con menores garantías que un mercado regulado.

Cabe destacar que, si bien respecto a los fondos de inversión armonizados (UCITS), en general no existen limitaciones a la inversión en instrumentos emitidos en un mercado con las características descritas, para algunos de los inversores institucionales, la normativa sectorial de la Unión Europea impone algunas restricciones a la inversión en este tipo de instrumentos, como para los fondos monetarios, en los que se exige una calificación crediticia elevada de los instrumentos en los que se invierte. Tampoco existen limitaciones para las entidades de capital riesgo, ni para los fondos de pensiones y las aseguradoras.

La percepción es que es necesario dar un impulso decidido que favorezca la inversión desde el principio en el mercado, para lo que pueden articularse incentivos fiscales que, al menos, equiparen el tratamiento de la inversión en este mercado al que recibe la inversión en mercados secundarios oficiales. Estos incentivos podrían establecerse tanto para la inversión directa en este mercado, como para la inversión a través de un vehículo de inversión, que invirtiera al menos un porcentaje predeterminado en este tipo de valores. Las posibilidades que se barajan en relación a este vehículo serían una entidad de capital riesgo (aunque es dudoso, porque habitualmente invierten en capital de empresas y no en recursos ajenos), o bien una institución de inversión libre.

En cuanto a las emisiones, se articularían tanto a través de pagarés como de bonos. Si bien las necesidades de financiación a corto plazo parecen ser las más acuciantes para el sector real

en este momento, el mercado podría permitir la negociación también de instrumentos a largo. Esto permitiría al emisor obtener economías de escala si decidiera emitir diferentes instrumentos y al inversor, encontrar el instrumento que más se adecue a sus objetivos de rentabilidad-riesgo.

En todo caso, sería aconsejable que los vencimientos fueran estandarizados, en tanto que facilita la colocación y negociación de los instrumentos y permite al emisor planificar sus emisiones de manera más eficiente. Finalmente, la emisión mínima y el valor nominal unitario deberán ser concretados de manera que aseguren la consecución de los objetivos del mercado, teniendo en cuenta el tipo de emisor y de inversor al que va dirigido.

Cabe mencionar de nuevo aquí la posibilidad de que, una vez lanzado el mercado, introducir mecanismos de agregación (titulización) para que la emisión alcance un volumen determinado y que el título emitido tenga menor riesgo debido a la diversificación.

Los requisitos para llevar a cabo la emisión serían más flexibles que los existentes en mercados secundarios oficiales, pero lo suficientemente exigentes para asegurar la confianza de los inversores en materia de transparencia, folleto e información sobre la solvencia de la entidad. En cuestión de transparencia, los requisitos serían muy similares a los de los mercados secundarios oficiales, al exigirse cuentas anuales auditadas, informes semestrales, y publicación de hechos relevantes. El folleto, documento regulado necesario para realizar las emisiones en mercados secundarios oficiales, quedaría sustituido por un documento informativo, más simplificado y con un formato estandarizado establecido por el mercado y aprobado por la CNMV. La estandarización facilitaría su cumplimiento. En materia de valoración de solvencia, podría aceptarse la no exigencia de una calificación crediticia, siendo sustituida por un *scoring* o por un informe de solvencia. Serían los propios emisores los que decidirían qué opción escoger, teniendo en cuenta las preferencias de los inversores.

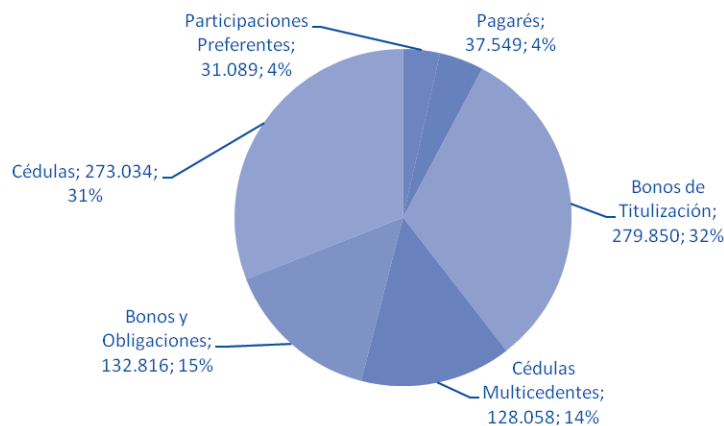
Además, en analogía con el segmento de empresas en expansión del Mercado Alternativo



Bursátil, en las emisiones participarían: un *asesor registrado*, para asesorar a la empresa en materia de cumplimiento normativo en el momento de la emisión y durante la vida del instrumento; un *valorador de la emisión*, que determine un precio adecuado que garantice la colocación de los instrumentos en el primario; y una *entidad de liquidez* en el mercado secundario, que dé un precio de contrapartida a las peticiones de compra y venta. Esta exigencia debería introducirse de manera directamente proporcional al riesgo de iliquidez del instrumento. Finalmente, será

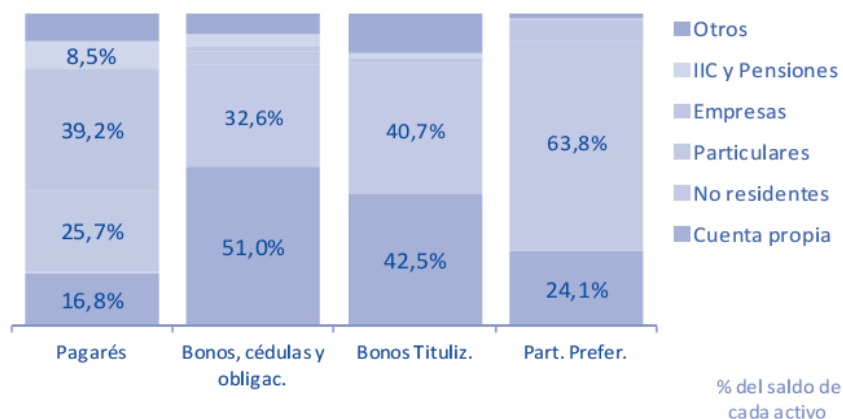
necesario también contar con un *colocador*, que busque inversores en el momento de la emisión. Las entidades de crédito podrían tener un papel destacado tanto en la valoración como en la colocación. Tradicionalmente han sido también entidades de liquidez, junto con las empresas de servicios de inversión. Se estudia, además, la posibilidad de que exista un *coordinador de la emisión*, que sirviera de ventanilla a las empresas, preseleccionándolas (filtro de empresas susceptibles de emitir) e indicando qué pasos han de seguir para la emisión.

GRÁFICO 9. DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS NEGOCIADOS EN AIAF POR TIPO DE INSTRUMENTO Y TENEDOR (DIC-2011)



Fuente: AIAF, dic 2011.

GRÁFICO 10. DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS DE RENTA FIJA EN ESPAÑA POR INVERSORES



Fuente: Iberclear.

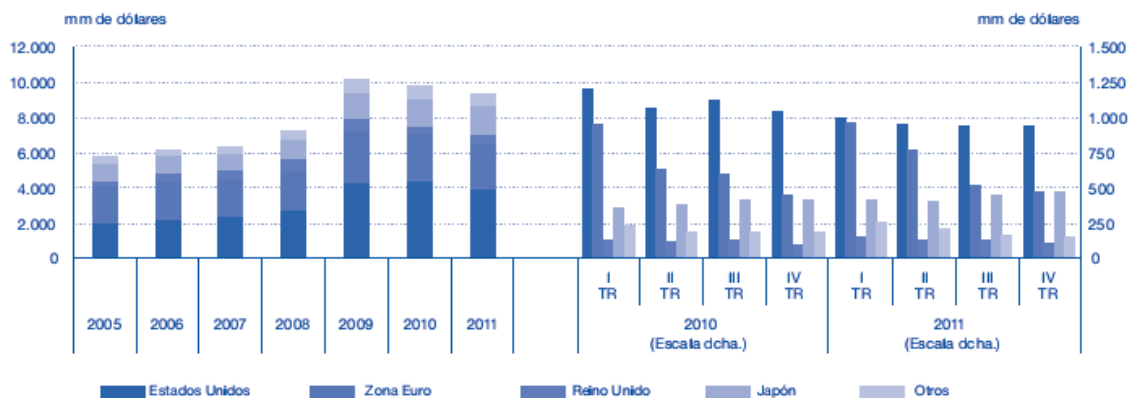
Desde Inverco se considera oportuno para el mayor y mejor desarrollo del MARF que se reconozcan incentivos fiscales a este tipo de inversiones, ya sean directas o indirectas (a través de IIC armonizadas, IICIL o Fondos de Pensiones), para emitir una opinión al respecto sería conveniente una mayor concreción del contenido de dichos incentivos.

A estos efectos, desde la patronal se ha formulado una propuesta, que consiste en el establecimiento de una deducción en cuota por la adquisición y mantenimiento de estos activos, de forma directa o indirecta (a través de IIC o de Fondos de Pensiones), equivalente a la establecida en algunas Comunidades Autónomas, como

Aragón, Cataluña o Madrid, en caso de inversión en empresas del Mercado Alternativo Bursátil.

Desde Inverco también sugieren que siendo los *inversores institucionales* el «público objetivo por excelencia», la cantidad de agentes intervinientes en la operativa (asesor registrado, valorador, entidades de liquidez, colocador y coordinador) podría resultar excesiva, encareciendo el coste de la emisión, por lo que debería permitirse agrupar varias de ellas en una única entidad, así como la asunción de algunas de estas funciones, no sólo por entidades de crédito o empresas de inversión, sino también por SGIIC, atendiendo a su experiencia acumulada en el Mercado Alternativo Bursátil, en el que cotizan el 99% de las SICAV españolas.

GRÁFICO 11. EMISIÓN BRUTA DE BONOS EN LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS POR PAÍS/REGIÓN



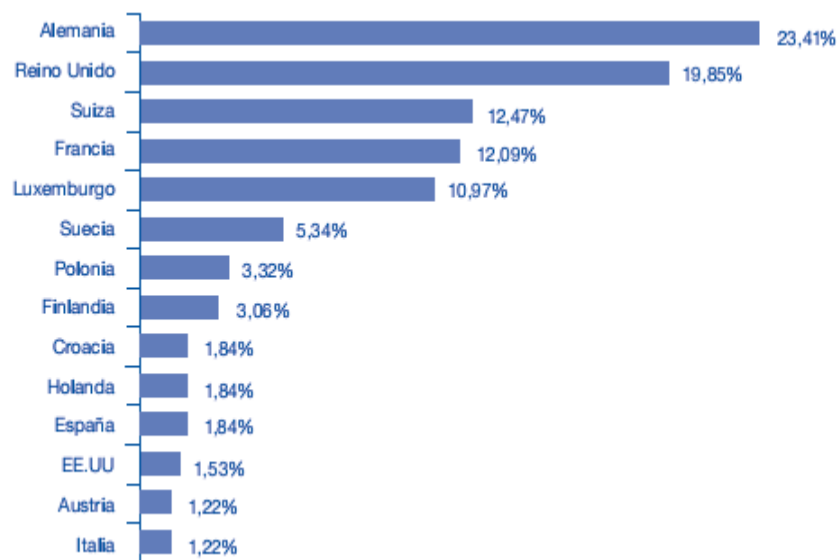
Fuente: Banco de España.

A la hora de diseñar el mercado, conviene tener en cuenta la coyuntura reciente. A lo largo de los dos últimos años, la calificación crediticia de la economía española ha empeorado sustancialmente, pasando de AAA a BBB. Bajo estas circunstancias parece especialmente delicado afrontar operaciones en este segmento sin el respaldo explícito de un *rating*.

A pesar de que la reciente crisis ha mostrado las deficiencias en las Agencias de Calificación Crediticia a la hora de elaborar sus diagnósticos,

arrojando luces, y sobre todo, sombras sobre su modelo de negocio (fuentes de financiación y posiciones de predominio de mercado), precisión técnica e independencia, lo cierto es que los mercados financieros no han sido capaces de encontrar un modelo alternativo (o mejor). En momentos de incertidumbre los mercados exigen más que nunca la calificación crediticia antes de la entrada de nuevos jugadores, y la reputación crediticia se sigue construyendo, a pesar de los errores y excesos cometidos, a partir de sus diagnósticos.

GRÁFICO 12. DIVERSIFICACIÓN GEOGRÁFICA DE LAS EMISIONES DE BONOS EN EUROPA EN FUNCIÓN DE LA NACIONALIDAD DEL EMISOR (2011)



Fuente: LCD Standard & Poors (La referencia a EE.UU. hace referencia a emisiones en EE.UU. como parte de una emisión de bonos en Europa, donde hay un tramo colocado en EE.UU.).

El entorno anglosajón considera un bautizo de fuego necesario disponer de una calificación crediticia antes de entrar a comprar, y si no disponen de ella, los mecanismos alternativos (agencias de calificación menos reconocidas, o incluso *scoring*) pueden estigmatizar al mercado en un momento clave. La prudencia y el sentido común aconsejan ir de la mano del *rating* y, según vaya evolucionando el mercado, si se dispusiera de un buen *track record* positivo, en un futuro podrían aligerarse los requisitos.

Hay que tener en cuenta que como en la economía española hay valores muy líquidos, cualquier emisión ex novo de menor tamaño va a tener competencia muy fuerte, y los inversores institucionales van a rendirse ante lo conocido, ahora que tiene, además, un *rating* desproporcionadamente bajo, a no ser que se le ofrezcan buenas horquillas de diferenciales de precio.

Así pues, aunque el número de compañeros de viaje de las empresas en el MARF pueden parecer excesivos, lo cierto es que en pro de la transparencia y liquidez del mercado se debería

indicar un *rating*, al menos en una primera fase. Y el *rating* validado es el tradicional, cualquier intento que se escape de lo universalmente reconocido puede estigmatizar los valores y el propio mercado. La cultura *lowcost* en el mercado de *rating* hoy por hoy no existe, y menos en mercados noveles.

Y puestos a jerarquizar las incertidumbres de los mercados, la principal sería la de la calidad de los activos, una vez refrendada por el mercado, la liquidez y la rentabilidad se corresponderían con ella.

Sirva como ejemplo la timidez mostrada por los inversores particulares ante el segmento del mercado SEND recientemente lanzado en España, con apenas un 3% de la negociación frente a otras plazas financieras en las que los inversores particulares son el 10% del mercado.

La otra cara de la moneda la ofrece el mercado alternativo de renta fija corporativa de Alemania, invitando al optimismo, con varios años de existencia, ya cuenta con un componente internacional, a pesar de que la coyuntura



macroeconómica no ha sido la más adecuada para su lanzamiento ni posterior desarrollo.

De todas maneras, la juventud de estos mercados condiciona enormemente la elaboración de cualquier diagnóstico.

6. TITULIZACIÓN DE CRÉDITOS A PYMES

La titulización de activos es un instrumento financiero relativamente reciente y todavía desconocido para muchas empresas e inversores. En España, concretamente los niveles de uso y desarrollo de esta herramienta distan mucho de los alcanzados en otros países, lo cual podría ser consecuencia directa de un desconocimiento generalizado sobre instrumentos financieros más complejos de los usados habitualmente (financiación bancaria y a corto plazo), y en particular, de este tipo de operaciones. No se puede obviar que la sobreexplotación de este tipo de prácticas llevó al estallido de la crisis de las hipotecas subprime en EE.UU.

De cualquier modo, este instrumento se presenta como una alternativa a tener en cuenta y de especial atractivo para las pymes, permitiéndoles diluir el riesgo y cubrir un doble objetivo, la obtención de liquidez a corto plazo y la financiación a largo plazo, siendo numerosas sus ventajas para el diseño de su composición temporal de flujos de cobro y pago, así como la financiación del crecimiento y posibles operaciones corporativas. De hecho, el Corte Inglés, empresa caracterizada históricamente por su perfil tradicional quiere probar este tipo de operaciones con un fondo de entre 500 y 1000 millones de euros conformado a partir de los derechos de cobro generados por las compras a plazo de sus clientes antes del verano próximo, todavía pendiente de calificación crediticia.

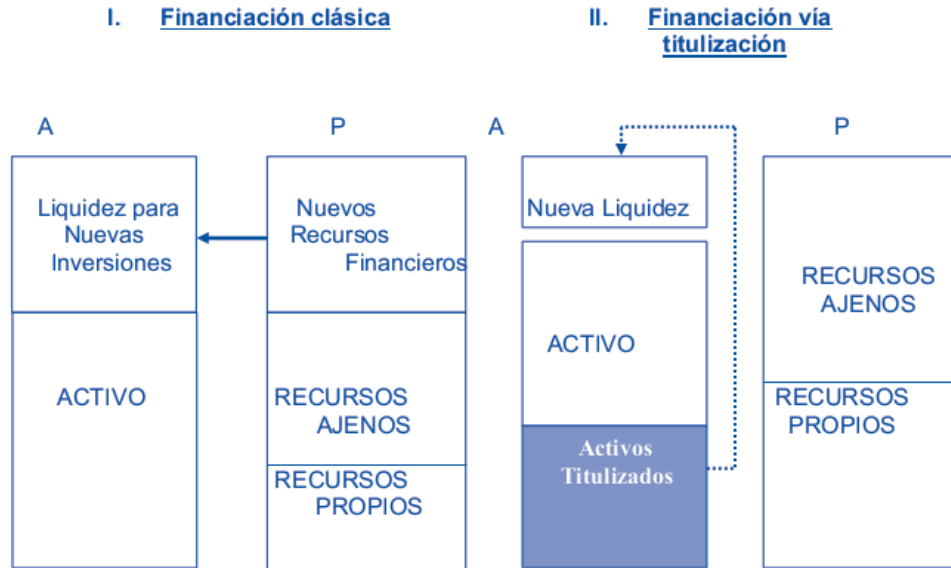
Probablemente, estas operaciones entrañan una serie de parámetros o circunstancias de carácter jurídico y económico que justifican su escaso desarrollo en nuestro país. Esta circunstancia no se ha dado en la mayoría de países de nuestro entorno, ya que dentro de la Zona Euro sí que se ha experimentado un gran desarrollo, tanto en crecimiento, como en expansión, de este

tipo de operativa, siendo también de aplicación como instrumento de financiación para las pymes, que pueblan, con carácter hegemónico, todo el territorio nacional, y constituyen el verdadero tejido empresarial del entramado económico español. En muchas ocasiones, por no decir la mayoría, este tipo de empresas encuentra enormes dificultades para financiarse. La titulización puede convertirse en un medio alternativo y complementario a los ya existentes para conseguir ese fin.

El objetivo de la entidad que tituliza sus activos puede variar en función del fin perseguido. En primera instancia, puede ser la obtención de liquidez, utilizando para ello la cesión de riesgos y derechos de cobro que constituyen parte de su negocio, pero sin perder la vinculación con el cliente o deudor, siendo este primer grupo de entidades las que podríamos considerar objeto directo de nuestro estudio. Por ejemplo, una Pyme necesitada de liquidez, y en busca de financiación a través de una operación de titulización, analizaría primero cuál o cuáles, de entre todos los activos poseídos, pudiera ser titulado, y a partir de ahí, se los cedería a un vehículo, para que éste instrumentara la operación.

En otros casos, las entidades que titulizan no buscan obtener liquidez, sino *mejorar su balance*, transformando activos ilíquidos en otros que por sus características permiten la obtención de liquidez de manera inmediata, cuando ésta sea requerida. Este segundo grupo es el más extendido y utilizado por las entidades de crédito, cuyo activo objeto de titular ha venido siendo hasta la fecha, un préstamo hipotecario; aunque a partir de la Orden de 28 de mayo de 1999 sobre **Convenios de Promoción de los Fondos de Titulación de Activos** para favorecer la financiación empresarial, el horizonte ha cambiado, ampliando el abanico de activos a titular.

De cualquier modo, mediante la titulización de activos las entidades o sociedades, buscan *optimizar su estructura financiera*, liberando recursos propios para poder acometer nuevas inversiones, sin tener que recurrir a un mayor endeudamiento, como ocurre con la tradicional financiación bancaria.

GRÁFICO 13. DIFERENCIAS ENTRE LA FINANCIACIÓN CLÁSICA Y LA FINANCIACIÓN VÍA TITULIZACIÓN

Fuente: FEBF, 2003.

En el esquema anterior se vislumbra con claridad cómo la titulización no es una estrategia de financiación clásica, en la que la obtención de recursos ajenos juega un papel de soporte al crecimiento del activo para poder acometer nuevas inversiones. Mediante la titulización de activos puede obtenerse nueva liquidez, para afrontar otras inversiones, sin necesidad de incrementar los recursos ajenos.

Por otro lado, el *Ratio de Endeudamiento o de Leverage*, que mide la parte que representan los recursos ajenos sobre el pasivo total, se incrementa si la empresa opta por la financiación clásica, ya que el peso de estos recursos sobre el pasivo total, es mayor; mientras que si la empresa decide titular sus activos, dicho ratio no varía ya que ninguna de las variables mencionadas sufre cambio alguno.

Frente al esquema clásico, la titulización de activos está estructurada de manera que se obtiene financiación a través de un activo susceptible de ser titulado, extrayéndolo del balance, per-

mitiendo al cedente obtener liquidez a corto plazo y financiación a largo plazo, sin necesidad de recurrir al pasivo del balance, optimizando la rentabilidad de los recursos propios. La estructura del proceso de titulización permite además, externalizar los riesgos crediticios, ya que junto con la cesión de los activos, se traspasan sus riesgos asociados.

Por lo que respecta a la naturaleza de los activos susceptibles de ser titulados, puede tratarse tanto de préstamos hipotecarios como de otra naturaleza, así como letras, facturas, recibos vinculados a ingresos e incluso a ventas previstas, que tengan el carácter estable y que aparezcan en el activo del balance.

Por un lado, tanto la calificación de los créditos que realizan las Agencias de Calificación Crediticia, como la posterior revisión de la calidad crediticia puede introducir un cambio de valor de las emisiones realizadas, por lo que el inversor, se verá afectado, positivamente o negativamente con dicha revisión.



Por otro lado, en cuanto al *riesgo de los títulos emitidos*, éste depende estrechamente de la relación existente entre el vehículo y la entidad originadora. Así pues, la estructura ideal a efectos de transparencia, eficiencia y ética de los participantes (al evitar conflictos de interés), es aquella en la cual no existe relación alguna entre ambos.

En este sentido, resulta de especial importancia el *aislamiento del riesgo* que se produce como consecuencia de la cesión completa del activo, y todo ello, porque en una situación de absoluta transparencia en el proceso de titulización existe una relación de independencia entre todos los agentes intervinientes.

De acuerdo con la normativa aplicable al efecto, la cesión de los activos, debe ser plena e incondicional, y por la totalidad del plazo remanente hasta el vencimiento, esto significa que existe una prohibición de pacto de recompra de los activos cedidos.

Los inversores son los agentes finales de los procesos titulizadores, por ello necesitan un instrumento comparable, orientador en el momento de tomar sus decisiones. Así, el riesgo financiero de estos valores es objeto de evaluación por una entidad calificadora, reconocida al efecto por la CNMV, que debe ofrecer una evaluación profesional, externa e independiente, facilitando su comparación con el resto de las emisiones competidoras en el mercado de capitales. La calificación figurará tanto en el folleto de emisión como en la publicidad derivada a partir del mismo.

En el caso de las PYMES, los avales dispensados elevan la calificación crediticia y mejoran la ponderación de los créditos, posibilitando que los inversores puedan comparar y establecer diferencias entre los fondos de titulización avalados y no avalados a la hora de tener acceso a una información complementaria y más detallada sobre el riesgo adicional asumido desde las empresas calificadoras.

En la economía española, el *tamaño mínimo* para poder titular activos impide de sobremana el acceso a las Pymes, de forma individual e independiente, dificultando el uso de este nove-

doso instrumento de financiación. En cualquier caso, no es menos cierto que el camino está más despejado y es más esperanzador que en periodos anteriores. Desde la Administración Pública se ha propiciado y favorecido una serie de avances, a través de la promulgación de una normativa tendente a facilitar el acceso de las Pymes a este tipo de financiación y abriendo nuevas líneas de crédito como las del Instituto de Crédito Oficial (ICO).

Ante la dificultad que tienen las Pymes para acceder a la titulización, se podría estudiar la agrupación de una serie de empresas hasta llegar al mínimo exigido para poder titular sus respectivos activos, y conseguir minimizar los costes y con ello crear un fondo de titulización. El principal inconveniente que puede darse a la hora de hacer operativa esta alternativa, es la *homogeneización de los activos* que deben agruparse en el fondo, principalmente, por la distinta naturaleza de los mismos, ya que algunos podrían ser derechos de cobro sobre terceros, como arrendamientos, ingresos procedentes de contratos de servicios o provenir de derechos de explotación (peajes, franquicias y royalties)... Aunque todos estos activos lleven implícito un cobro, genéricamente, éste no puede homogeneizarse en forma y plazo.

Y en este sentido, cobra mayor importancia la labor a desempeñar desde la CNMV como institución encargada de fijar los principios que determina la *homogeneidad* de una determinada serie de activos, para ser posteriormente transformados en bonos, y que formen parte de un mismo Fondo de Titulización.

El Real Decreto 291/1992, establecía en su artículo 4 los criterios para determinar dicha homogeneidad, entendiendo por activos homogéneos, el conjunto de activos procedentes de un mismo emisor. En el caso de la Pymes podrían proceder de una agrupación empresarial con una misma naturaleza, como sería el caso de los derechos de cobro, y régimen de transmisión, y que atribuyan a sus titulares un contenido sustancialmente similar de derechos y obligaciones, es decir, que respondan a una unidad de propósito.

Además, la homogeneidad de los activos no puede verse afectada por la existencia de diferencias entre ellos en lo relativo a su importe unitario, la fecha de la puesta en circulación, la fijación de precios, la entrega de material, los procedimientos de colocación, así como la existencia de tramos o bloques diferenciados.

Asimismo, en el caso de *Fondos Abiertos*, es decir de larga duración, y a los efectos de poder considerar los valores integrados en una misma emisión, la CNMV podrá establecer límites al importe de los valores emitidos, así como a la duración del Fondo o a la diferencia máxima entre los plazos de amortización.

Si bien existe libertad para emitir activos, ya que no se requiere autorización administrativa previa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, jugará un papel de relevancia para determinar la homogeneidad de los activos que vayan a ser emitidos.

Las operaciones de titulización de activos han sido injustamente estigmatizadas por la crisis reciente, pero lo cierto es que se trata de una herramienta que aporta valor aunque potencialmente peligrosa en manos equivocadas. La falta de transparencia y la confianza depositadas en los ratings, promovida por la propia normativa, han sido el perfecto caldo de cultivo para el desarrollo de productos que nunca debieron existir, muchos de ellos con un riesgo imposible de calibrar. De ahí la importancia de instaurar procedimientos obligatorios para que las entidades dispongan de información exhaustiva sobre los activos. Su puesta a disposición de los inversores a nivel de préstamo puede ser innecesaria por excesiva, pero tiene la gran virtud de obligar a las entidades a mejorar sus sistemas internos y cuidar la información, monitorizando en mayor medida su control de riesgos.

La nueva regulación sobre titulización también busca corregir lo que se considera falta de convergencia de incentivos y conflictos de interés. El mayor avance ha sido la obligación de que los titulizadores retengan un porcentaje de riesgo de las operaciones para que éstas sean aptas como inversión para otras entidades de crédito y

para el Eurosistema, aunque en Europa tenga, de momento, escaso efecto, por no existir evidencia de que las entidades financieras permanecieran ajenas al devenir de sus carteras titulizadas y su desarrollo normativo un galimatías técnico.

6.1. EL FONDO DE APOYO A EMPRESAS (CESCE)

Otra de las líneas de apoyo a la financiación de pymes ha sido el lanzamiento de un fondo de inversión con el apoyo de las empresas no financieras del IBEX35 y CESCE (entidad especializada en el seguro de crédito) para ofrecer financiación a través de las facturas pendientes de cobro, cubriendo la morosidad de las operaciones comerciales.

El **Fondo de Apoyo a Empresas**, así concebido, estará radicado en Luxemburgo, ya que en España no existe una figura jurídica apropiada que permita crear este vehículo de inversión. La legislación española no ha desarrollado la forma jurídica de los fondos que invierten en instrumentos no financieros, salvo los inmobiliarios. Estos instrumentos están regulados y controlados por la CSSF de Luxemburgo, equivalente a la CNMV española.

El **Fondo de Apoyo a Empresas**, dirigido a clientes de CESCE con actividad comercial en España o en el extranjero, tendrá un patrimonio inicial de 75 millones, que se podrá incrementar en una primera fase hasta 200-250 millones. Su entrada en funcionamiento está prevista para finales de enero de 2014.

Las empresas del IBEX35 participantes en este proyecto, pendientes de concretar, invertirán sus puntas de tesorería en el fondo y la financiación otorgada a las pymes se hará a precios de mercado. Se trata de un vehículo para aportar liquidez desde las grandes empresas hacia las de menor tamaño.

Según D. Luis Antonio Ibáñez, director de operaciones de CESCE: «Este Fondo de Apoyo a Empresas es una inversión socialmente responsable en un entorno como el actual en el que las pymes se ven



asfixiadas por la falta de financiación a través de los canales financieros habituales».

El riesgo para las empresas sponsors del fondo es nulo porque las facturas, a noventa días, que podrán entrar en este sistema cuentan con el aseguramiento de CESCE.

El fondo estará gestionado por **Summa Investment**, entidad participada por CESCE en un 17,5%. El control de esta sociedad está en manos de **Ideon Financial Solution**, empresa especializada en tecnología bancaria, que tiene el 50,5% y se encarga de las tareas administrativas. El restante 32% del capital se reparte entre accionistas minoritarios. Esta iniciativa se une a otra puesta en marcha por CESCE en 2012 con acuerdos unilaterales con Bankia, Banesto, BBVA, Popular y Sabadell para facilitar financiación a las pymes asegurada por CESCE.

Estas iniciativas se están viendo, a su vez, condicionadas por el proceso de privatización de CESCE, con su negocio, hoy por hoy público, pendiente de regulación. La Administración española está ultimando un Real Decreto que fijará, entre otras cosas, el plazo temporal de la nueva concesión para la gestión de esta actividad.

De momento, el Estado controla el 50,25% de Cesce, Santander tiene el 21,07% y el BBVA el 16,3%. Otros bancos, como el Sabadell, tienen el 8,48% y varias aseguradoras el 3,9%.

Como paso previo a la privatización, Cesce ha modificado sus estatutos y los socios minoristas han renunciado a su derecho preferente en la compra de acciones en manos del Estado.

Hasta ahora, ningún accionista de Cesce ha dado muestras de querer abandonar la entidad, muy bien valorada en el sector. La situación, no obstante podría cambiar una vez privatizada, ya que al mutar la naturaleza del socio mayoritario, podría verse asimismo afectada la estrategia de negocio.

7. CONCLUSIONES

El problema de la financiación a las pymes es prioritario para toda la Unión Europea, al haberse visto agudizado durante la crisis.

Los ministros de economía europeos han estudiado en sus últimas reuniones diferentes fórmulas para impulsar canales alternativos de financiación, desde la posibilidad de avales públicos hasta una mayor involucración del **Banco Europeo de Inversiones (BEI)** en este tipo de operaciones. Pero casi todas las delegaciones del Eurogrupo reconocen que ninguna de ellas basta para suplir el canal esencial del sector financiero, atascado con el inconcluso proceso de reestructuración bancaria.

La solución debería pasar por el **Banco Central Europeo (BCE)**, que ya lo intentó sin éxito en 2012 con dos inyecciones de liquidez (de hasta un billón de euros) que apuntalaron el sector financiero pero apenas llegaron a la economía real. La presión aumenta para que repita una operación similar, pero en lugar de generar nubarrones, debería instrumentarse un sistema de riego a goteo que garantizase la llegada del agua a la tierra (hasta los más de 25 millones de pymes europeas).

Sin embargo, desde el BCE, insisten en que la recuperación del crédito depende de los gobiernos, a quienes pasa la tarea de sanear la economía para que las empresas sanas vuelvan a financiarse.

La Comisión Europea, aunque no comparte del todo la tesis del BCE, también señala que la caída del crédito bancario en la Europa periférica, responde a un proceso natural de desapalancamiento tras los excesos previos de la crisis. Y asegura que, al menos en España, el crédito sigue fluyendo hacia las empresas consideradas viables.

Hoy por hoy, cuando el BCE concede sus préstamos, aplica un recorte o descuento (*haircut*) al colateral aportado desde la entidad, que a su vez se compone de préstamos. El BCE analiza este colateral crédito a crédito, por lo que estos descuentos son mayores que si se aplicaran a un paquete de préstamos, de manera que la financiación se encarece.

Así pues, el BCE ve menos riesgo, por ejemplo, en un paquete de 10 créditos a pymes que en la suma de riesgo de cada uno de ellos. Y con un portafolio diversificado los *haircuts* descienden mucho.



Parece que la única solución a la *sequía de crédito* en la Europa periférica pasa porque el BCE compre masivamente en España e Italia créditos titulizados a hogares y empresas y los utilice como colateral para producir interés.

Experiencias como la del **Banco de Inglaterra**, que presta dinero con mejores condiciones a los bancos si estos lo destinan a créditos para pymes deben ser tenidas en cuenta.

Las entidades financieras necesitan vender más activos en los mercados, es por ello que en el medio plazo (cinco años) la estandarización de la información de los préstamos y la generalización de la banca relacional serán claves para colateralizar con el BCE. Solo así se eliminarán asimetrías y se ayudará a los mercados de capitales.

De momento, con la OMT ha habido una reducción de los intereses en España, y aunque siguen altos, la cuestión clave es recuperar la confianza de los mercados.

El acceso a financiación barata de los bancos mediante la circulación de colaterales será una buena noticia en tanto en cuanto suponga una correa de transmisión de la liquidez hacia el colectivo de pymes. Y la experiencia reciente nos ha mostrado cómo la presencia de nubes no garantiza la lluvia.

Aunque en la actualidad el 80% de su financiación ajena sea bancaria, las cifras deberán cambiar en un futuro próximo, reduciendo su dependencia mediante soluciones imaginativas, ya sea acogiendo microfinanciación desde una base amplia de pequeños inversores (*crowdfunding*), a través de *business angels*, *venture capital*, salidas a bolsa, principalmente en el segmento de pymes (MAB-EE), emisiones de renta fija, a través del MARE, titulizando sus derecho de crédito. En el punto 17 del MoU¹⁶ del sector financiero español se detallaba la necesidad de trazar una *hoja de ruta* para impulsar todas estas financiaciones alternativas para presentar en Frankfurt en noviembre de 2012.

¹⁶ Memorandum of Understanding on Financial-Sector Policy Conditionality. July 2012.

En concordancia con esta perspectiva institucional, pero con un enfoque *down-top*, a lo largo del presente capítulo hemos mostrado cómo las pymes españolas necesitan poner en marcha –de forma autónoma– mecanismos de supervivencia, así como alterar sus usos y costumbres apelando hacia otras fuentes de financiación diferentes a las tradicionales.

La enumeración de alternativas financieras, sin ser exhaustiva, ha tratado de resultar de ayuda para mostrar el estado de nubosidad variable de las pymes españolas, y por qué no, intentar cambiar su futuro al tomar las riendas del proceso otorgando carta de naturaleza a sus activos y pasivos e incluyendo socios industriales y financieros en una ecuación que históricamente se ha mostrado excesivamente prudente y endogámica.

No olvidemos que facilitar su operativa empresarial y completar su estructura financiera requerirá de equipos cualificados al frente de los departamentos financieros de las pymes dispuestos a asumir todos estos retos.

8. BIBLIOGRAFÍA

www.ascris.es

www.bolsasymercados.es

www.crowdfunding.org

www.esban.es

http://ec.europa.eu/small-business/index_es.htm

Altman, E: «*An emerging market credit scoring system for corporate bonds*». NYU Stern School of Business, New York. 2005.

Altman, E, Hartzell, J y Peck, M: «*Emerging market corporate bonds – a scoring system*». The New York University Salomon Center Series on Financial Markets and Institutions. Vol. 2, 1998 (391-400).

Avery, H: «*Crowdfunding fills small business loan void*». Economy, oct 2012.

Balboa, M, Ferrer, M. A Martí Pellón, J: «*El papel del capital riesgo en la reducción de la restricción financiera de las pymes*».



- Comisión Europea, Empresa e Industria:** «*Las pyme: pequeñas empresas con grandes aspiraciones: Iniciativas de la UE a favor de las pymes*». Ed. 2011.
- Consejo Superior de Cámaras:** «*Encuesta Cámaras sobre el acceso de las pymes a la financiación ajena*». IV trimestre 2012.
- Crowdfunding.org:** «*Crowdsourcing industry report. Market trends, composition and crowdfunding platforms*». May 2012.
- FEBF.** «*El capital riesgo y su influencia clave en la recuperación de la economía española*». 2012. ISBN: 978-84-470-3847-3.
- FEBF.** «*Empresas familiares y bolsa*». 2005, ISBN 84-7398-096-4.
- Giménez, I:** «*Desarrollo estratégico de los segmentos de pymes en la Unión Europea*». Economía aragonesa, ISSN 1576-7736, N^o. 22, 2003, págs. 81-111.
- Jara, E.M, y Palacín, M.J:** «*¿Cómo es el mercado alternativo bursátil en España?*». Revista Bolsa, 3er trimestre 2012. BME.
- INVERCO:** «*Comentarios al Borrador del MARF*». 2012.
- Ministerio de Economía y Competitividad:** «*Descripción de la Propuesta sobre la Creación de un Mercado Alternativo de Renta Fija*». 2012.
- OCDE:** «*Financing SMEs and entrepreneurs*». 2012.
- UK Government:** «*SME access to finance schemes*». Jan 2013.
- Von Mettenheim, K:** «*Varieties of finance capitalism and competitive advantage in alternative banking*». Sao Paulo Business School. 10th European Association of Management, 19-22 May 2010.
- Normativa consultada:**
- Ley 25/2005.** De entidades de capital riesgo.
- Ley 24/1988,** de 28 de Julio del Mercado de Valores.
- RD 116/1992,** de 14 de febrero, *Representación de valores mediante anotaciones en cuenta*.
- RD 1082/2012** de 13 de julio, Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva.
- Circulares 1/2013 a 7/2013, de 18 de julio** sobre el MARF. BME.
- Circular CNMV 3/2010** de 14 de octubre.
- Circular CNMV 6/2009.** De 9 de diciembre RFPF.
- Recomendación 2003/361/CE de la Comisión Europea,** de 6 de mayo de 2003.
- Reglamento del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF).** Bolsas y mercados españoles. Julio 2013.
- UE:** «*Memorandum of Understanding for Spain*». 20/07/12.



6. LA REVISIÓN DEL SISTEMA EUROPEO DE SUPERVISORES FINANCIEROS

Antonio Mas

1. INTRODUCCIÓN

La crisis económica de los años 2007 y 2008 puso de manifiesto que los sistemas de supervisión financiera en la Unión Europea existentes hasta entonces no resultaban suficientemente eficaces en la gestión de este tipo de situaciones. Así, se detectó una falta significativa de coordinación entre los supervisores nacionales de los Estados Miembros de la Unión Europea tanto en la aplicación de medidas como en la cooperación. Igualmente se constató la ausencia de una interpretación uniforme de la normativa europea y la falta de prácticas supervisoras similares. Directivas comunitarias muy relevantes permitían –y siguen permitiendo en la actualidad– un gran número de excepciones, hasta 50, que además, en algún caso posibilitan diferentes interpretaciones de aspectos significativos como sucede en la Directiva sobre Mercados e Instrumentos Financieros (MiFID 1).

Fue muy llamativa la falta de coordinación de las autoridades supervisoras en relación con la prohibición de las ventas en corto durante el mes de septiembre de 2008. Esta descoordinación volvió a repetirse dos años más tarde en el verano de 2010. Pero mucho más relevante fue la constatación de que ningún supervisor financiero tenía entre sus mandatos la consecución de la estabilidad financiera, ni apropiados mecanismos para la integración de la supervisión microprudencial con la supervisión macroprudencial. Muchos indicadores que los supervisores financieros manejaban a nivel micro no fueron anali-

zados desde una perspectiva macro o en su impacto en la estabilidad financiera. Todo ello condujo a una falta de confianza en los supervisores financieros que afectó a todos los mercados.

Ante la constatación de esas debilidades, la Comisión Europea constituyó un comité presidido por el anterior presidente del Banco de Francia, Jacques de Larosière, para la elaboración de recomendaciones que resolvieran las deficiencias detectadas. El informe Larosière, publicado el 25 de febrero de 2009, es la base de la actual arquitectura supervisora financiera europea. Este Informe tomó, como punto de partida, los comités que las autoridades nacionales supervisoras de las entidades crediticias, de los mercados de valores y de las empresas de seguro, habían creado a nivel de la Unión Europea para coordinar sus actividades y alcanzar interpretaciones y aplicaciones uniformes de la normativa comunitaria. Tomando la experiencia de esos comités de coordinación, el informe Larosière recomendaba la creación de un Sistema Europeo de Supervisores Financieros (SESF) que estaría compuesto por los ya mencionados comités, pero ahora elevados al estatus de Agencia o Autoridad de la Unión Europea, por las Autoridades Supervisoras financieras nacionales y por un nuevo organismo encargado de velar por la estabilidad financiera, denominado *Consejo Europeo de Estabilidad Financiera*. Teniendo en cuenta las recomendaciones del informe Larosière, el Parlamento Europeo y el Consejo aprobaron el 24 de noviembre de 2010 los Reglamentos (UE) números 1092/2010, 1093/2010, 1094/2010 y 1095/2010 por los que

se crean respectivamente las Autoridades Europeas (ESAs): Autoridad Europea Bancaria (EBA), de Seguros y Planes de Pensiones (EIOPA), y de los Mercados de Valores (ESMA), así como la Junta Europea de Riesgo Sistémico (en adelante ESRB).

Esos Reglamentos fueron acompañados por una Directiva denominada *Omnibus 1* que otorgaba ciertas capacidades a las nuevas Autoridades para poder iniciar su labor de coordinación según los procedimientos establecidos en los propios Reglamentos. La Directiva *Omnibus 1* modificaba algunas Directivas relativas a los mercados de valores, al sector bancario y al de seguros para permitir que las tres Autoridades pudieran ser eficaces a la mayor brevedad. Posteriormente cada nueva Directiva o Reglamento relativo al sector financiero delegarían en las tres Autoridades capacidades para poder llevar a cabo su principal misión: contribuir al establecimiento de normas y prácticas de supervisión comunes de alta calidad en la UE. Sin embargo las modificaciones introducidas en la Directiva *Omnibus 1* no eran muy relevantes, posponiéndose la delegación de nuevas funciones a las tres Autoridades a las revisiones en profundidad de las Directivas Financieras más significativas, que se llevarían a cabo entre 2011 y 2014.

Pasados tres años de la puesta en marcha de las ESAs y del ESRB, la Comisión Europea debe publicar un informe de revisión del funcionamiento de las nuevas Autoridades y del ESRB según los parámetros establecidos en sus propios reglamentos (artículo 81 de los Reglamentos de las ESAs).

2. CREACIÓN DE LA SESF: FUNCIONES, GOBIERNO Y FINANCIACIÓN DE LAS ESAs

El considerando 9 de los Reglamentos por los que se crean las Autoridades Supervisoras Europeas indica que el Sistema Europeo de Supervisores Financieros debe ser una red integrada de autoridades supervisoras nacionales y de la Unión, dejando las tareas de supervisión al nivel

nacional. En este sentido el SESF debe estar concebido para subsanar las deficiencias de coordinación y supervisión detectadas durante la crisis y ofrecer un sistema que esté en armonía con el objetivo de estabilidad y unidad del mercado de servicios financieros de la Unión, enlazando a los supervisores nacionales para crear una potente red en la Unión.

Los objetivos de las Autoridades Supervisoras Europeas son casi idénticos y se desarrollan en el artículo 8 y 9 de sus Reglamentos. Así cada ESA deberá:

- 1) Contribuir a la consecución de una única regulación europea (denominada *single rule book*), emitiendo dictámenes dirigidos a las Instituciones de la Unión y elaborando directrices (guías), recomendaciones y proyectos de normas técnicas de regulación y ejecución;
- 2) Contribuir a la convergencia supervisora mediante la aplicación coherente de los actos jurídicamente vinculantes de la Unión, en particular contribuyendo a la instauración de una cultura de supervisión común. Para ello, deberá organizar y llevar a cabo evaluaciones inter pares de las autoridades competentes, incluida la formulación de directrices y recomendaciones y la determinación de las mejores prácticas. También deberá contribuir al eficaz y coherente funcionamiento de los colegios de supervisores;
- 3) Contribuir a la gestión, evaluación y medición del riesgo sistémico y elaboración y coordinación de planes de rescate y resolución, cooperando estrechamente con la Junta Europa de Riesgo Sistémico (ESRB); supervisando y evaluando la evolución del mercado en su ámbito de competencia; y realizando análisis económicos de los mercados para sustentar el desempeño de las funciones que le incumben;
- 4) Por último deberá promover la protección de los inversores.

La función de la protección de los inversores en ESMA, se concreta en EBA en la protección de



depositantes y en la protección de los suscriptores de pólizas en EIOPA. La parquedad inicial del texto legal de esta función de protección de los consumidores financieros se rompe en el artículo 9 de los Reglamentos donde se concreta esta función muy detalladamente. Las ESAs deberán tener un papel muy relevante en la transparencia, simplicidad y equidad respecto a los productos o servicios financieros destinados a los inversores. Las ESAs podrán prohibir o restringir temporalmente determinadas actividades financieras que amenacen el funcionamiento correcto y la integridad de los mercados financieros o la estabilidad de la totalidad o de parte del sistema financiero de la Unión cuando así lo permita una Directiva o un Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo de la Unión o cuando se produzca una situación de emergencia declarada por el ECOFIN. Hasta la fecha, solo el Reglamento de Ventas en Corto otorga esa capacidad a ESMA¹, que será desarrollada próximamente en la nueva MiFID 2.

Para desempeñar las funciones indicadas anteriormente, las ESAs podrán entre otros:

- 1) elaborar proyectos de normas técnicas de regulación o de ejecución (que tras un proceso de endoso por el Parlamento, el Consejo y la Comisión se convierten en normas vinculantes bajo la figura de Regulación Delegada de la Comisión (*Commission Delegated Regulation*) o Implementación Delegada de la Comisión.
- 2) emitir opiniones a las autoridades nacionales competentes (artículo 29 de los Reglamentos de las ESAs; la no aceptación de una opinión de facto podrá ser motivo de apertura de un caso de incumplimiento de la normativa europea –*Breach of Union Law*–).
- 3) emitir directrices y recomendaciones (también denominadas guías) que se rigen bajo

el principio de cumplir o explicar, es decir, el miembro que no las cumpla deberá explicar qué otros mecanismos usa para conseguir los fines que pretende la guía.

- 4) formular recomendaciones si la autoridad dictamina que la aplicación de una norma comunitaria por uno de sus miembros no se ajusta a la aplicación correcta de dicha norma (*Breach of Union Law*);
- 5) adoptar decisiones individuales dirigidas a las autoridades competentes, en los casos de gestión de crisis una vez que el ECOFIN publicase que la UE se encuentra en una situación de crisis; o en caso de controversia entre dos o más miembros de ESMA;
- 6) en los casos que según el Derecho de la Unión permita, adoptar decisiones individuales dirigidas a los participantes en los mercados financieros;

El órgano donde reside toda la responsabilidad de cada ESA es el Consejo de Supervisores que debe estar compuesto por los Presidentes de las Autoridades Nacionales Competentes, quienes son los que tienen capacidad de voto (puede ser delegado en un Alterno). El Consejo de Supervisores cuenta con un Presidente que es a su vez Presidente de la Autoridad pero no tiene voto en el Consejo. Las ESAs cuentan además con un Consejo de Administración compuesto por seis Consejeros elegidos entre los miembros del Consejo de Supervisores por mayoría simple y actúan en su capacidad personal. El Consejo de Administración está presidido por el Presidente de la ESA que, en este caso, tiene capacidad de voto. Los estándares técnicos, guías, decisiones sobre incumplimientos de la normativa europea y presupuesto se votan por mayoría cualificada según los Tratados Europeos en el Consejo de Supervisores. El resto de decisiones se adoptan por mayoría simple.

Finalmente las ESAs están financiadas, según el considerando 68 de sus Reglamentos, en un 40% por fondos de la Unión (particularmente adscritos a la Dirección General del Mercado Interior) y en un 60 % por contribuciones de los Estados miembros que se determinarán con arre-

¹ Aunque el Reino Unido ha planteado la derogación de esta capacidad de ESMA sobre Ventas en Corto ante el Tribunal de Justicia Europeo.

glo a la ponderación de votos establecida en el artículo 3 del Tratado Europeo. En el caso de la Autoridad del Mercado de Valores Europea, ESMA, parte de su financiación se sufraga con cánones que desembolsan las entidades que supervisa ESMA directamente, como son en la actualidad las Agencias de Rating y en un futuro próximo los Almacenes de Operaciones (*Trade Repositories*).

Los Reglamentos de las ESAs constituyen dos comités conjuntos, uno de apelación (*Board of Appeal*) y otro de coordinación (*Joint Committee*). El comité de apelación tiene como función la de arbitrar en casos de reclamaciones contra las decisiones tomadas por una de esas tres Autoridades. El *Joint Committee* no tiene personalidad jurídica y entre sus funciones de coordinación –*cross sectorial*–, destaca la de remitir los informes exigidos por la normativa comunitaria de manera paralela y coordinada. La presidencia del *Joint Committee* recae en uno de los presidentes de una de las ESAs de manera rotatoria por periodos de un año. El *Joint Committee* cuenta con los siguientes subcomités: conglomerados financieros; desarrollos inter sectoriales; blanqueo de capitales y protección al consumidor e innovación financiera.

Como ya se ha indicado, la crisis del 2008 mostró que no había en la Unión Europea ninguna entidad encargada de la vigilancia macroprudencial y que, en los mandatos de los supervisores prudenciales, no se incluía como objetivo la estabilidad financiera. Por ello, el informe Larosière en su párrafo 177 propuso la creación del Consejo Europeo de Riesgo Sistémico, que el Consejo y el Parlamento Europeo en el Reglamento 1092/2010 le dieron carta de naturaleza bajo el nombre Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB). Su primera función es la de contribuir a la prevención y mitigación del riesgo sistémico y la estabilidad financiera en la Unión Europea. El Reglamento 1092/2010 define en su artículo 2c el riesgo sistémico como el riesgo de trastornos (perturbación) en el sistema financiero que puedan tener serias consecuencias negativas en la economía real. El ESRB tiene como presidente, en estos primeros cinco años, al presidente del Banco Central Europeo. Su estructura está for-

mada por una Junta General, un Comité Director, un Comité Científico Consultivo y un Comité Técnico Consultivo. La Junta General cuenta con 65 miembros pero solo tienen voto los Gobernadores de los bancos centrales y los presidentes de las ESAs y del Comité Técnico Consultivo y los Presidentes y los Vicepresidentes del BCE, del Comité Consultivo Científico y un miembro de la Comisión Europea. Los demás miembros (uno por cada Autoridad Nacional competente) pueden participar en la Junta General.

3. REVISIÓN DE LAS AUTORIDADES EUROPEAS SUPERVISORAS DEL SECTOR FINANCIERO (ESAs)

El artículo 81 de los Reglamentos de las ESAs menciona que la Comisión Europea, a más tardar el dos de enero de 2014, publicará un informe general sobre la experiencia adquirida del funcionamiento de las Autoridades (las ESAs) y de los procedimientos establecidos en estos Reglamentos. Ese informe se repetirá cada tres años. El informe evaluará:

- 1) la convergencia alcanzada por las Autoridades competentes en las prácticas de supervisión. Cuestión que a su vez se contempla desde dos puntos de vista: a) en la independencia funcional de las autoridades competentes en relación a estándares equivalentes de gobierno corporativo; y b) la imparcialidad, objetividad y autonomía de la Autoridad;
- 2) el funcionamiento de los colegios de supervisores en los que la Autoridad participa;
- 3) los avances registrados hacia el objetivo de convergencia en materia de prevención, gestión y resolución de crisis;
- 4) el papel de la Autoridad en lo que se refiere al riesgo sistémico;
- 5) la aplicación de la cláusula de salvaguardia establecida en el artículo 38 de los Reglamentos de las ESAs (referida a que un Estado Miembro se puede oponer a alguna



medida aprobada por la Autoridad aduciendo que su aplicación implicaría un gran costo a sus contribuyentes);

- 6) la aplicación de la función mediadora jurídicamente vinculante prevista en el artículo 19 del Reglamento de las ESAs (referida a posibles incumplimientos de la normativa Europea, *Breach of Union Law*).

Además el informe mencionado anteriormente también evaluará:

- 1) la conveniencia de mantener la separación de la supervisión de bancos, seguros, pensiones de jubilación, valores y mercados financieros en tres Autoridades distintas;
- 2) la conveniencia de combinar o de mantener separadas la supervisión prudencial y la supervisión de normas de conducta;
- 3) la conveniencia de simplificar y reforzar la arquitectura del SESF (Sistema Europeo de Supervisión Financiera) con el fin de aumentar la coherencia entre los niveles macro prudencial y micro prudencial y entre las ESAs;
- 4) si la evolución del SEFS se ajusta a la evolución global;
- 5) si hay suficiente diversidad y excelencia en el personal del SESF;
- 6) la adecuación de la responsabilidad y la transparencia en relación con las obligaciones de publicación;
- 7) si los recursos de la Autoridad se adecuan al ejercicio de sus competencias.

Dado el carácter de red de la SESF su revisión podría afectar a todo el conjunto, es decir podría incluir también a las autoridades nacionales competentes, sin embargo el articulado de los Reglamentos de las ESAs centra la revisión solo en ellas. La Comisión Europea inició la recolección de información para preparar su informe a finales del año 2012, pero su análisis principal se centrará en las respuestas a la consulta pública que lanzó el pasado 26 de abril de 2013 y que finaliza el 19 de julio 2013. Un acto significativo de la consulta pública ha sido el evento público

que se celebró el 24 de mayo en Bruselas, donde los Comisarios de Mercado Interior y los Directores Generales Mercado Interior y de Asuntos Económicos remarcaron las líneas básicas de la revisión de las ESAs.

4. COMO CUMPLEN LAS ESAS SUS OBJETIVOS

Resumiendo los artículos 8 y 9 de los Reglamentos creadores de las ESAs, éstas tiene cuatro objetivos fundamentales: a) la convergencia en la interpretación normativa financiera; b) la convergencia en las prácticas supervisoras; c) la contribución a la detección de riesgos sistémicos; y d) la protección de los consumidores.

Las principales herramientas para contribuir al «*single rule book*», es decir a la convergencia en la interpretación normativa, son: 1) los borradores de estándares técnicos que, una vez endosados por las Instituciones de la Unión Europea, se convierten en norma; 2) las guías o directrices en nomenclatura española; 3) las opiniones; y 4) las denominadas preguntas y respuestas frecuentes (FAQ).

Los estándares técnicos, son un suerte de circulares según la clasificación española de normas, que pasan a ser de obligado cumplimiento por los Estados de la Unión cuando son endosados por las Instituciones Europeas, cuyo objeto es desarrollar aspectos técnicos delegados expresamente a una de las tres ESAs en una Directiva o Reglamento. Esos estándares pueden ser regulatorios o de implementación. La diferencia entre ellos estriba en que un estándar regulatorio tiene un cierto nivel de determinación de criterios, mientras los de implementación son puramente técnicos. Esta diferencia también se trasluce en el propio lenguaje de ambos textos (más prescriptivo o más informativo aunque vinculante en cualquier caso).

Los estándares técnicos contribuyen a que exista una mayor homogenización en la interpretación de la norma ya que aspectos que anteriormente se dejaban al arbitrio de los Estados

miembros son ahora elaborados por un ente coordinador de las autoridades nacionales competentes que en otro caso hubieran, directamente o indirectamente a través de su sistema legal, implementado esos aspectos de una manera no convergente la Unión. Sin embargo, las áreas donde las ESAs intervienen desarrollando Directivas o Reglamentos son habitualmente muy menores y especialmente en temas eminentemente operativos. Además, el Consejo y el Parlamento Europeo desde la crisis del 2008 intentan que las excepciones incluidas en la regulación europea de primer nivel sean las menores posibles y las remisiones a las ESAs o a la Comisión Europea sean las imprescindibles. Sin embargo, a pesar de esta intención general de los Estados miembros y de las Instituciones Europeas se observa que en las áreas donde no ha sido posible un acuerdo político en el Consejo de la Unión o entre el Consejo y el Parlamento se producen remisiones a una ESA sobre asuntos significativos. (Un ejemplo muy claro es el estándar técnico de ESMA en el Reglamento de la UE sobre ventas en corto en el tema de la «localización» de los valores líquidos).

Casi todos los estándares técnicos son mandatos obligatorios a ser desarrollados por una ESA, es decir, la ESA no puede posponerlos. Los demás instrumentos para alcanzar una interpretación homogénea entre las Autoridades locales (guías, opiniones y FAQ) siguen unos procedimientos de elaboración similares pero casi todos ellos se elaboran por las ESAs de manera voluntaria. En algún caso, las Directivas o Reglamentos sugieren que una ESA elabore una guía o recomendación pero, en la mayoría de las situaciones especialmente en ESMA, son los miembros de las ESAs las que proponen la elaboración de guías, opiniones o FAQ para que la interpretación en un área concreta sea más convergente.

La elaboración de un estándar técnico por una ESA suele requerir de cinco fases que van desde la creación de un subgrupo de trabajo, formado por personal de los miembros de la ESA (es decir de las Autoridades Nacionales competentes y personal de la propia ESA), hasta el informe de su Comité Consultivo (*Stakeholder*

group). En cada estándar técnico hay un elevado número de horas/persona que supone grandes necesidades de recursos no solo a nivel de las ESAs sino, y muchas veces es olvidado, a nivel de las Autoridades Nacionales. Todo ello redundando en que la calidad técnica de cada uno de esos instrumentos sea muy alta y producto de un profundo análisis, que siempre tiene como input la opinión de los participantes de los mercados en varias fases del proceso. Y todo ello elaborado en plazos muy perentorios.

Otro instrumento para favorecer el denominado *single rule book* es el asesoramiento a la Comisión en los desarrollos que las Directivas y Reglamentos le encomiendan y cuyos contenidos son más relevantes que los remitidos a las ESAs. El asesoramiento que facilitan las ESAs a la Comisión sigue también un proceso de varias fases que asegura una alta calidad en la respuesta remitida a la Comisión, fruto del consenso mayoritario de los miembros de la ESA (el proceso suele incluir: elaboración del mandato, dos consultas públicas –una inicial de discusión y otra de borrador de propuestas–, informe de discusión sobre las respuestas recibidas en la consulta pública (*feed back statement*) y finalmente, asesoramiento a la Comisión aprobado por el Consejo de la ESA; en estos casos no se incluye un análisis coste beneficio que en cambio si se incorpora en los estándares técnicos).

Hasta la fecha las ESAs han desarrollado los estándares técnicos que las nuevas normativas europeas les han permitido en aras de promover el denominado *libro único regulatorio en Europa*. Todo ello con la finalidad de disminuir la capacidad de interpretación de los Estados miembros y reducir situaciones que conduzcan a arbitrajes regulatorios. En ese sentido, ESMA ha emitido por ahora 53 estándares técnicos: 4 referidos a las agencias de rating en ámbitos que comprenden desde el registro de las agencias de rating a la información a reportar para su supervisión; 40 estándares en desarrollo del Reglamento Europeo sobre Infraestructuras de los Mercados (EMIR) que abarcan aspectos de las Cámaras de Contrapartida Central, derivados *over the counter* y almacenes de operaciones (*Trade Repositories*); y



9 estándares en desarrollo del Reglamento sobre Ventas en Corto y algunos aspectos sobre *credit default swaps* relativos a bonos soberanos. ESMA no ha hecho, hasta la fecha, ningún ejercicio de stress de las empresas financieras e infraestructuras dentro de su ámbito.

EBA por su parte ha elaborado 23 borradores de estándares técnicos, de los que 16 han sido sobre la Adecuación de Capital y están en consulta pública. Además ha emitido 8 guías. Pero donde ha tenido más repercusión mediática ha sido en los *stress test* que ha elaborado sobre el sector bancario y algunos bancos individuales que han sido muy remarcados por la prensa especializada.

Finalmente EIOPA ha preparado 55 borradores de estándares que complementaran los desarrollos de la Directiva de Solvencia 2 de iniciado un estudio de impacto sobre los Fondos de Pensiones en la UE.

Las ESAs han conducido también revisiones inter pares (*peer reviews*) sobre distintas materias tal como se recoge en sus informes anuales. En el caso de ESMA, en el 2011 se realizó un *peer review* sobre la Directiva de Folletos.

Hay que tener en cuenta que ESMA tendrá a finales de 2013 más personal que las restantes ESAs así a finales del 2013 ESMA contará con 160 personas (incluidos 25 temporales), EBA con 93 permanentes y 15 temporales y EIOPA con 90 permanentes y 34 temporales. En esta comparación hay que recordar que ESMA es la única ESA con responsabilidad supervisora directa (ESMA es la entidad supervisora en toda la UE para las Agencia de Rating y próximamente lo será sobre los Almacenes de Operaciones –*Trade Repositories*–).

El esfuerzo de las ESAs en sus dos primeros años ha estado concentrado en desarrollar este «*single rule book*», que servirá de marco para poder llevar a cabo sus restantes funciones. En este punto cabe resaltar que el Fondo Monetario Internacional ha evaluado el trabajo de las Autoridades Supervisoras Europeas y sus conclusiones fueron publicadas en marzo 2013. El FMI reconoce que las ESAs han cumplido con creces este

objetivo, de crear el libro único de regulación europeo tanto por la calidad de sus trabajos como por la premura con la que han sido efectuados. Este reconocimiento del trabajo de las ESAs debería ser también extendido a las Autoridades Nacionales Competentes que han dedicado muchos recursos en los trabajos desarrollados por ESMA y a la armonización de la aplicación e interpretación de la normativa europea.

Sin embargo, este éxito de las ESAs no ha llegado al inversor minorista ya que las ESAs están desarrollando este «*single rule book*» al ritmo de las nuevas directivas o reglamentos o revisiones de anteriores directivas, que por ahora no afectan al inversor minorista directamente. Solamente se puede mencionar el caso de ESMA, en lo relativo a los desarrollos sobre el Reglamento de las ventas en corto que si han tenido un impacto directo en los inversores. Así, siguiendo el ejemplo de ESMA sus desarrollos han estado centrados por ahora en complementar las Directivas sobre Agencias de Rating, Fondos Alternativos (Hedge Funds y Private Equity, entre otros) y los Reglamento sobre Infraestructuras de los Mercados y el mencionado sobre Ventas en Corto. Todas estas normas no tienen una relación directa con los inversores minoristas salvo la regulación antes indicado sobre ventas en corto. Sin embargo, ha habido varias guías de ESMA que tratan aspectos directamente relacionados con los inversores minoristas como son las Guías sobre Remuneraciones en MiFID (recientemente publicada) y en AIFMD y la guía sobre los test de idoneidad y sobre la función de cumplimiento.

La segunda función de las ESAs es la contribución a la convergencia en las prácticas de supervisión. Hay que decir que, además de la convergencia en la implantación de la normativa europea es necesaria la convergencia en la supervisión de esa normativa pues, en caso contrario, el arbitraje regulatorio seguiría existiendo no en la forma de excepciones o de interpretación de la normativa europea sino a través de distintos criterios y formas de llevar a cabo la supervisión. Los instrumentos habituales para promover la convergencia de las prácticas de supervisión es realizar revisiones inter-pares que consisten en la revisión de

cómo los miembros de una ESA llevan a cabo la supervisión de una materia en concreto y cómo la normativa europea o los desarrollos de la ESA (estándares técnicos o guías) han sido implantados formalmente. Para ello, las ESAs deben definir primero cuales son las mejores prácticas o simplemente buenas prácticas contra las que poder valorar las prácticas seguidas por los miembros de la ESA. Pocas revisiones de las llevadas a cabo por las ESAs han dado como resultado detectar que no se estaban siguiendo prácticas correctas o que no estaban correctamente implementadas en el marco legal de los miembros de las ESAs. Por este motivo, el FMI en su valoración sobre las ESAs concluye que hay mucho que mejorar en este área y que se debe dotar de más recursos a esta labor por las ESAs y sus miembros. Desde su creación las ESAs han realizado 2 a 3 revisiones por año, número claramente insuficiente. Además, aunque en algunos casos las revisiones han sido sobre temas en los que inicialmente se consideraba podría haber arbitraje regulatorio o de supervisión (por ejemplo la aprobación de folletos de emisión), las revisiones han concluido sin propuestas de mejora.

Otro instrumento importante para la consecución de una cultura común supervisora es la celebración de talleres de formación donde expertos de las distintas autoridades nacionales competentes explican cómo se llevan a cabo sus procedimientos de supervisión sobre cualquier aspecto de sus competencias. Las ESAs celebran cursos/talleres casi todos los meses del año.

El tercer objetivo de las ESAs es la contribución a la estabilidad financiera. Cada ESA debe recoger los datos más relevantes de su sector para analizarlos y elaborar indicadores adelantados de situaciones potencialmente sistémicas y remitirlos al ESRB. Además de la recopilación de información, las ESAs deben realizar *stress tests*. Hasta la fecha solo EBA e EIOPA han realizado *stress test* que denotaron en el caso del realizado por EBA que la base con la que se había realizado no era homogénea (p.e. los modelos de negocio de los bancos son distintos pero el *stress test* no discriminaba por modelo de negocio y más importante los datos elaborados por los supervisores nacio-

nales no eran similares ya que los conceptos no eran idénticos). El ejercicio de EBA ha enseñado que hay un gran camino por recorrer en la homogeneización de los conceptos entre los supervisores bancarios europeos, para evitar que los resultados de los *stress test* no sean refutados por la realidad.

Este objetivo, el de la estabilidad financiera, es el primordial del ESRB quien hasta la fecha ha emitido cinco recomendaciones públicas (que aunque no son de cumplimiento obligatorio, siguen el principio de cumplir o explicar) así como informes sobre riesgos y respuestas a interpelaciones. Las recomendaciones del ESRB han girado sobre: 1) préstamos sobre moneda extranjera; 2) inclusión de un mandato macro prudencial en las autoridades nacionales competentes; 3) financiación de créditos denominados en dólares; 4) financiación de instituciones de crédito; 5) fondos en instrumentos de mercado monetario (*Money Market Funds*). El ESRB también ha emitido varias respuestas públicas a diversas interpelaciones como por ejemplo, sobre colaterales elegibles para las Cámaras de Contrapartida Central o sobre derivados «*over the counter*» de empresas no financieras.

El cuarto objetivo de las ESAs se refiere a la protección del consumidor financiero. Inicialmente hay que recordar que, aunque el artículo 9 de los Reglamentos de las ESAs, antes descrito –referido a la capacidad de las ESAs de prohibir o restringir la comercialización de productos– y la posibilidad de emitir estándares técnicos, parece otorgar una gran capacidad de actuación a las ESAs, la realidad es que están coartadas por los directivas sectoriales. Si estas directivas no otorgan mandatos concretos a las ESAs, esas capacidades no podrán ponerse en práctica. En este campo, EBA por ejemplo no ha podido emitir una guía sobre hipotecas al no haberse promulgado todavía la Directiva sobre Hipotecas aunque se espera que próximamente se publique ya que el Consejo y el Parlamento Europeos alcanzaron el pasado 22 de abril un acuerdo político sobre el texto de la mencionada Directiva.



Siguiendo con la actividad de EBA, en relación a la protección a los consumidores, su programa de trabajo para 2013 contempla la elaboración de dos guías: una sobre préstamo responsable y otra sobre tratamiento a deudores con problemas de pago. Estas iniciativas fueron anunciadas por el Presidente de EBA el día de los consumidores que EBA organizó el 25 de octubre del 2012. Esa jornada sirvió para dar a conocer la importancia que tiene para EBA la defensa de los consumidores que, además se refleja en el informe sobre tendencias del consumidor bancario publicado en marzo de 2013. Finalmente EBA ha emitido una opinión dirigida a las autoridades nacionales sobre cómo deben ser gestionados los riesgos de los ETFs que indirectamente mejoran la protección de los consumidores de esos productos en los mercados de valores.

Uno de los instrumentos con mayor impacto en la protección de los inversores es la emisión de avisos (*warnings*). ESMA y EBA han publicado conjuntamente un aviso a los consumidores financieros sobre los contratos por diferencias y ESMA individualmente ha emitido dos avisos, uno sobre la venta de productos sobre divisas por entidades no autorizadas y otro sobre la distribución de productos financieros a través de Internet. ESMA además ha publicado varias guías directamente relacionadas con la protección de los inversores enunciadas anteriormente. Además, ESMA, en base a la guía sobre idoneidad, ha publicado el 19 de octubre 2012, un documento dirigido a los inversores minoristas titulado «Guía de inversión» donde realiza recomendaciones sobre cuestiones básicas a la hora de tomar una decisión de inversión. Todas estas acciones además de la celebración del día del consumidor, los comités de protección al consumidor y el de innovación financiera resaltan el papel fundamental que tiene la protección al consumidor para ESMA. De hecho, es ESMA la encargada de presidir el grupo conjunto de las tres ESAs sobre protección al consumidor e innovación financiera (subcomité del *Joint Committee*).

Por su parte, EIOPA ha emitido una guía sobre cómo gestionar las reclamaciones por las compañías de seguros y ha emitido un informe

sobre las mejores prácticas sobre la gestión de las reclamaciones. Las mejores prácticas son solo informativas y no requieren que las autoridades nacionales comuniquen a la ESA si las van a cumplir, mientras que la guía requiere que una autoridad competente comunique si la van a cumplir o por el contrario explique cómo va a conseguir los mismos efectos que los promovidos por la guía. Por último, EIOPA ha celebrado su primer día del consumidor en diciembre de 2012.

5. VALORACIÓN POR EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL DEL SESF Y RECOMENDACIONES

El Fondo Monetario Internacional realizó una valoración del Sistema Europeo de Supervisión Financiera entre finales de 2012 y principios de 2013. Sus recomendaciones fueron publicadas en el mes de marzo y están disponibles en su página web.

El Fondo considera que el Mecanismo Único de Supervisión Bancaria y el Mecanismo de resolución van a afectar significativamente a la arquitectura supervisora financiera en Europa, especialmente en EBA y en el ESRB y en el medio plazo a las otras dos autoridades. El Fondo opina que las ESAs han hecho un trabajo encomiable en lo referido a la construcción de un solo sistema regulatorio en Europa (*single rule book*) pero que aún queda mucho por recorrer en los otros objetivos de su misión (una cultura supervisora común, contribución a las supervisión del riesgo sistémico y la protección de los consumidores). Para el FMI algunos de esos objetivos no pueden ser alcanzados con mayor rapidez por distintos problemas en el diseño de gobierno y de objetivos de las ESAs. El FMI resalta que los mandatos de las ESAs son amplios e imprecisos lo que conduce a que su transparencia y rendición de cuentas sea difícil y que las decisiones tomadas por sus Consejos y por el Comité Conjunto (*Joint Committee*) sea el resultado de concesiones que no son conocidas por los participantes en los mercados financieros (*stakeholders*). Además, según el FMI, es difícil conseguir que un grupo numeroso

como los Consejos de las ESAs (compuesto por 28 personas con derecho de voto) rinda cuentas de una manera comprensible. Ello especialmente resalta cuando los participantes son también representantes de sus respectivas instituciones más que participantes por derecho propio. En ese sentido, el FMI en el documento público «*IMF Country Report No. 13/65*» denominado «Nota Técnica sobre asuntos en Transparencia y Rendición de Cuentas» realiza una serie de sugerencias de mejora del gobierno del SESEF. En primer lugar el FMI cree que, para ayudar a resolver el problema de falta de transparencia, podría ser oportuno publicar unas actas de los Consejos de las ESAs y del Joint Committee más minuciosas, explicitando las diferencias entre los miembros así como las del Staff de las ESAs respecto a los Consejos de las ESAs (hay que recordar que las actas de los reuniones de los Consejos de Supervisores y Consejos de Administración de las ESAs son públicas).

En segundo lugar, la modificación de la composición de los Consejos, así como el sistema votación, debería también ser tenido en cuenta para fortalecer una orientación supranacional de la toma de decisiones. Para el FMI como mínimo el Presidente de cada ESA debería tener voto. Adicionalmente, el FMI cree que se puede considerar incorporar al Consejo de cada ESA miembros con capacidad de voto nominados en base Europea y no nacional que cuenten con un mandato amplio para maximizar su autonomía. Este cambio, según el FMI, prevendrá la creación de coaliciones que pueda bloquear la acción de algunos países sobre otros. Además, se recomienda que el personal de cada ESA tenga responsabilidades como proponer directamente decisiones a los Consejos, en orden a ayudar a focalizar la discusión con una perspectiva europea.

El Fondo Monetario también opina que la reforma del sistema de gobierno podría incorporar un aumento de la responsabilidad de los Consejos de Administración de las ESAs (*Management Boards, MB*). Ello podría a su vez ayudar a solventar la dominación de los intereses nacionales en las decisiones del Consejo. El mayor poder del MB podría facilitar una rápida toma de decisio-

nes en el Consejo. Según el FMI la delegación en el MB puede ser más efectiva en las áreas donde se trate de aplicar un conjunto de reglas ya aprobadas mientras que las decisiones que requieran de un mayor consenso podrían mantenerse en el Consejo.

Finalmente, en esta área sobre gobierno y rendición de cuentas, el FMI considera que el sistema de financiación de las ESAs debe ser reevaluado. El Fondo es taxativo en esta apartado y considera que en el caso de las ESAs es evidente que su nivel presupuestario y su capacidad para manejar sus recursos están muy constreñidos y por tanto, su capacidad para llevar a cabo partes importantes de sus mandatos está en riesgo. Así la partida presupuestaria externa (sic. la financiada por la Comisión Europea: 40% del presupuesto sin tener en cuenta la parte sufragada por los supervisados en caso de tener esa capacidad la ESA) y la restricción sobre contratación son decisiones sobre prioridades de los objetivos de las ESAs que de hecho están transferidas a la Comisión Europea de una manera no transparente e inconsistente con el mandato original dado a esas Autoridades. Para remediar este problema, el FMI propone que debe ser dado a las ESAs una mayor responsabilidad en el manejo de sus propios recursos y presupuesto con una apropiada rendición de cuentas.

EL FMI también menciona las principales debilidades detectadas en su análisis de cada ESA en las áreas más operativas de las que destaca:

- 1) Respecto a EIOPA la falta de la aprobación de la Directiva Solvencia II impide a EIOPA desarrollarse y cree que hace falta que EIOPA tenga mayor responsabilidad en los colegios de supervisores de las compañías de seguros así como promover un aceptable nivel de supervisión en la UE que todavía no se ha alcanzado.
- 2) En relación a EBA menciona que ha trabajado bajo ciertas restricciones que han resultado en un riesgo reputacional. Así, la actividad de *stress test* y determinación de cuadros de mando de riesgos (*risk dashboard*), son realizados sin que EBA pueda



requerir los datos directamente a los participantes, lo que ha resultado en un significativo riesgo reputacional.

- 3) Sobre ESMA, considera que la revisión inter-pares (*peer reviews*) debe mejorarse para conseguir una mejora en la convergencia supervisora.

El FMI realiza varias recomendaciones para remover esas debilidades que en todos los casos pasa por tener acceso a datos más fiables por lo que propone trabajar en asegurar la calidad de la información. Respecto a la mejora de las revisiones inter-pares, el FMI sugiere que éstas se basen en visitas sobre el terreno y que se realice un seguimiento más exigente sobre las conclusiones. En el caso de EBA, el FMI hace hincapié en trabajar conjuntamente con el Banco Central Europeo en la elaboración del Manual de Prácticas Supervisoras de la UE en el sector bancario. Esta recomendación del FMI es continuación del anuncio realizado por la Comisión Europea cuando se llegó al acuerdo político en el Consejo de la Unión de la creación del Mecanismo Único de Supervisión Bancaria en el que se mencionaba que se encomendaba a EBA la elaboración de ese manual. Dado que el BCE deberá elaborar su manual de supervisión, el FMI propone que ambos organismos trabajen conjuntamente. Finalmente el FMI recomienda evitar solapamientos en los trabajos sobre protección de los inversores como los que se han producido entre EBA y ESMA en el aviso sobre los contratos por diferencias.

Respecto al medio plazo, el FMI solo hace previsiones para ESMA para la que cree que en un próximo futuro debería ser responsable de áreas tales como la de facilitar la cooperación sobre regímenes de terceros países (por ejemplo determinación de equivalencias o Memorándum de Entendimiento como el referido en nota de prensa por ESMA sobre la coordinación del MOU relativo a la Directiva de Fondos Alternativos); la supervisión directa de actividades en las que la presencia local no es crítica o sobre la que se pueden beneficiar de sinergias (p.e información de emisores –folletos, informes financieros y

contables– o la supervisión de mercados); y finalmente la supervisión directa de entidades paneuropeas (p.e. Cámaras de Contrapartida Central, plataformas de negociación, auditores, etc.).

6. CONSULTA PÚBLICA DE LA COMISIÓN EUROPEA SOBRE LA REVISIÓN DEL SESF

El pasado 26 de abril la Comisión Europea lanzó una consulta pública que finalizó el 19 de julio para que los participantes en los mercados financieros (seguros, valores y bancarios) comuniquen sus opiniones sobre el funcionamiento del SESF. Para ello, la Comisión ha elaborado un cuestionario de 75 preguntas dividido en cinco secciones, que está acompañado de un documento resumen de la estructura legal y funciones de cada una de las ESAs y del ESRB. El informe que la Comisión Europea debe realizar antes del 2 de enero de 2014 estará basado principalmente en las respuestas a ese cuestionario. Para realzar este proceso consultivo, la Comisión Europea celebró el 24 de mayo de 2013 una conferencia de alto nivel que fue abierta por el Comisario Barnier, responsable de Mercado Interior y Servicios de la Unión Europea y clausurada por Marco Buti, Director General de Asunto Económicos y Financieros de la Comisión Europea y contó, entre otros ponentes, con Jacques de Larosière, los Presidentes de las tres ESAs y el Vicepresidente del Banco Central Europeo, Vitor Constancio.

La información de apoyo al cuestionario introduce tres avisos a los interesados en participar en la consulta pública:

- La revisión se va a llevar a cabo aún cuando el marco jurídico en el que se van a desenvolver las ESAs no está finalizado, pues existen varias directivas y reglamentos en proceso de reforma o de elaboración. Por ejemplo EIOPA no cuenta con los mandatos para desarrollar la Directiva de Solvencia II; ESMA no ha podido aún desarrollar los estándares técnicos incluidos en la futura MiFID 2 o en la nueva Directiva de

Abuso de Mercado (MAD y su Reglamento MAR).

- El potencial impacto que la creación del Mecanismo Único de Supervisión Bancaria tendrá sobre las ESAs, el ESRB, y el SESF, dado el papel atribuido al Banco Central, implicará valorar si son necesarias nuevas adaptaciones de la estructura legal que soporta el SESF.
- El mandato del Consejo y Parlamento Europeo de aumentar la capacidad de actuación de las Agencias Europeas implicará mejorar su gobierno y eficiencia, lo que a su vez requerirá aumentar la rendición de cuentas de las Agencias.

El cuestionario² está dividido en cinco secciones: 1) las ESAs (su efectividad, eficacia y gobierno); 2) El ESRB (experiencia sobre el riesgo sistémico, estructura institucional y gobierno; preguntando específicamente sobre la idoneidad de sus avisos y recomendaciones); 3) Cooperación e interacción entre las ESAs (nivel micro) y el ESRB (nivel macro); 4) Estructura del SESF (si el papel de EBA y el ESRB debe modificarse dado el establecimiento del Mecanismo Único de Supervisión y el papel del BCE, entre otros temas); y 5) varios (otros comentarios sobre la efectividad y eficiencia de las ESAs y del ESRB). La sección primera sobre la efectividad, eficacia y gobierno de las ESAs está subdividido en cuestiones agrupadas en torno a las distintas funciones de las ESAs, empezando por su contribución a la interpretación homogénea de la regulación europea (*single rule book*), pasando por la contribución a la convergencia supervisora y terminando con cuestiones sobre protección al inversor y sobre las capacidades supervisoras directas (las agencias de rating en el caso de ESMA).

El informe de apoyo³ al cuestionario enriquece las preguntas, ya que incluye otros aspectos

que se pueden tener en cuenta en el momento de responderlas. Por ejemplo, en la relación al gobierno de las ESAs, la Comisión recuerda que los miembros con voto, aún participando en el Consejo por ser el máximo representante de su autoridad nacional competente, deben actuar independientemente y en el solo interés de la Unión. En cuanto a la estructura del SEFS, la información de apoyo hace referencia a si el SEFS se ajusta a la evolución global y si las tres ESAs deberían estar en la misma ciudad –en la actualidad, EBA tiene su sede en Londres, ESMA en París y EIOPA en Frankfurt–. La documentación de apoyo finaliza con la mención a los problemas que pueden surgir en la futura interacción entre EBA y el BCE por su papel en el Mecanismo Único de Supervisión. Además, se recuerda que EBA va a elaborar un manual de supervisión y que el BCE no asumirá ninguna función de EBA.

7. CONCLUSIONES

La conferencia de alto nivel del pasado 24 de mayo aportó algunas pistas de las conclusiones del informe de la Comisión sobre la revisión de las ESAs. De las palabras del Comisario Barnier, Jacques de Larosière, Jonathan Faull (Director General de Mercado Interior), así como de otros participantes singulares (el Vicepresidente del BCE o los Presidentes de las ESAs), se pueden inferir algunas de las posibles propuestas finales.

Tanto el Comisario Barnier⁴ como el ex presidente del Banco de Francia, Jacques de Larosière⁵, hicieron una defensa significativa del papel a desempeñar por EBA. Ambos reconocieron el fiasco del *stress test*, pero lo achacaron a la falta de información fiable sobre los que se hicieron dichas pruebas. Los dos ponentes coincidieron en la extrema importancia del Manual de Super-

² El cuestionario se puede encontrar en: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/esfs/docs/consultation-document_en.pdf

³ El informe de apoyo se puede encontrar en: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/esfs/docs/background-document_en.pdf

⁴ Discurso del Comisario Barnier: (http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-13-452_en.htm?locale=en)

⁵ Discurso de Jacques de Larosière: (http://ec.europa.eu/internal_market/conferences/2013/0524-financial-supervision/docs/speech-de-Larosiere_en.pdf)



visión que va a elaborar EBA, ya que evitará que existan dos Europas en términos de supervisión bancaria: los incluidos en el Mecanismo Único de Supervisión y los que no están adheridos. Jacques de Larosière insistió en la importancia de llevar a cabo futuros *stress test*, pero antes EBA deberá contribuir a la unificación de las ponderaciones y medición de los activos en riesgo en la Unión Europea. Además, en su opinión, el ESRB no está alcanzando las expectativas que existían sobre esa junta y sería deseable una redefinición de su estructura.

El Comisario Barnier animó a que los participantes en la consulta pública fueran imaginativos. No obstante, calificó como falsas las afirmaciones relativas a que las ESAs no serían necesarias como consecuencia de la implantación del futuro mecanismo de supervisión bancaria al menos por dos razones: a) la necesidad de velar por la coherencia interpretativa de las normas en los Estados Miembros de la Unión; y b) la misión de mediación será más importante que en el pasado ya que el nuevo Mecanismo de Supervisión Única estará inevitablemente acompañado por la necesidad de encontrar un nuevo equilibrio y arbitrar en posibles conflictos. En este sentido, la primera sugerencia del Comisario Barnier para impulsar la imaginación de los participantes en la consulta pública fue solicitar medidas que se deben tomar para asegurar que las decisiones que las ESAs adopten, en sus investigaciones sobre violación de la normativa comunitaria o arbitraje entre Autoridades nacionales, no sean desatendidas. El rango de temas que el Comisario Barnier mencionó como posibles áreas donde los participantes en la consulta pueden incidir abarcaron cuestiones tales como si valdría la pena cambiar la actual estructura sectorial de supervisión a un modelo *Twin Peaks*; si convendría trasladar todas las ESAs a una misma localidad; e incluso la posibilidad de modificar el modo de financiación de las ESAs, y todo ello sin dejar de resaltar que las actuaciones en pro de la protección de los consumidores debe ser más efectiva.

Algunos de los ponentes de la conferencia pública del 24 de mayo sobre la revisión del SESF hicieron propuestas en el sentido que el Comisa-

rio Barnier predijo: la representante del Comité Consultivo de ESMA (Securities and Markets Stakeholder Group) solicitó cambiar las estructuras a un modelo *Twin Peaks*; la Secretaria General de Control Prudencial del Banco de Francia sugirió que las tres ESAs deberían estar en una misma ciudad como por ejemplo Frankfurt; los Presidentes de ESMA e EIOPA propusieron que las Instituciones Comunitarias aumentaran paulatinamente la financiación de las ESAs. Sin embargo, el Director General de la Dirección General de Mercado Interior, Jonathan Faull, expresó a título personal, y teniendo en cuenta que aún no se puede descartar ningún resultado de la revisión de las ESAs que, dadas las dificultades de las actuales, cambiar la arquitectura supervisora europea (en el sentido de moverse a una sola localización) así como el modelo de financiación de las ESAs no parece probable⁶.

Las ESAs tienen aún mucho trabajo que realizar en la consecución de un *single rule book*, tal como se refleja en los mandatos que se les encomiendan en las directivas pendientes de aprobar como Solvencia II, MiFID 2, MAD, MCD, CDS, PRIIPs, etc., lo que en opinión de varios ponentes aconseja no cambiar la estructura sectorial actual o localizarlas en una misma ciudad. Esos cambios implicarían que no se pudieran entregar a tiempo los desarrollos requeridos para que la aplicación de todas esas directivas sea uniforme en la Unión Europea. Respecto a la financiación de las ESAs, la actual coyuntura tampoco ayuda a realizar cambios. Por tanto, siguiendo la intervención de Jacques de Larosière, sería de esperar algunas modificaciones en el ESRB y las ya previstas sobre EBA para encontrar el adecuado equilibrio entre los miembros de la zona Euro y los no adheridos al Mecanismo Único de Supervisión. Todo ello, en un momento de transición, dadas las elecciones al Parlamento de la Unión Europea y la posible remodelación del Colegio de Comisarios durante el año 2014.

⁶ (https://scic.ec.europa.eu/streaming/index.php?es=2&essionno=6f67057b6a3671fe882f6d4f27d547be_minutos506_a_509_del_video_de_las_conferencias)



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

Joaquín Maudos
Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia,
investigador del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (Ivие) y colaborador
del Colegio Universitario de Estudios Universitarios (CUNEF)

1. INTRODUCCIÓN

Desde que comenzara la gran depresión hace ya seis años, y con más intensidad desde el estallido de la deuda soberana en 2010, los mercados financieros europeos en general y los bancarios en particular se han visto seriamente golpeados por problemas de liquidez y solvencia. Ello ha obligado a adoptar un amplio número de medidas tanto por parte de los estados nacionales como por las instituciones europeas. Los problemas del euro han obligado a trazar una hoja de ruta para su salvación cuyo máximo compromiso tuvo lugar en junio de 2012 con un comunicado del Consejo Europeo firmado conjuntamente por el Banco Central Europeo (BCE) y la Comisión Europea.

El comunicado conjunto identifica los pilares básicos sobre los que debe afianzarse la Unión Económica y Monetaria (UEM), siendo uno de ellos la unión bancaria. El retroceso en el grado de integración de los mercados financieros que ha tenido lugar como consecuencia de la crisis, exige recuperar el terreno perdido dado el beneficio económico asociado a una mayor integración. Y para ello es necesario crear un mercado único bancario que combine: a) unas mismas reglas de juego (regulación común); b) un mecanismo único de supervisión; c) una autoridad y mecanismo europeo de resolución de crisis sistémicas; y d) un fondo de garantía de depósitos europeo.

Conseguir un mercado único bancario es necesario por varios motivos: a) la supervisión única es condición necesaria para aprobar recapitalizaciones directas desde los fondos europeos en los bancos con problemas, rompiéndose así el círculo vicioso entre la deuda pública y la deuda bancaria; b) con la desintegración financiera se ha roto el canal de transmisión de la política monetaria del BCE, de forma que esta ya no es única al responder los tipos bancarios a los de intervención de forma bien distinta en los distintos estados de la unión; y c) la integración financiera fomenta el desarrollo financiero y, en consecuencia, el crecimiento económico.

Las anteriores ediciones del observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos han mostrado con claridad el terreno que se ha perdido en el grado de integración financiera que se había logrado con la creación del euro y la adopción del plan de acción de los servicios financieros en 1999. Junto con el estallido de la crisis financiera a mediados de 2007, acontecimientos como la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 o el estallido de la crisis de la deuda soberana en mayo de 2010, han minado la confianza de los mercados financieros, dando lugar a un aumento en el sesgo doméstico de los portafolios, una reducción de las transacciones transfronterizas y una divergencia entre países en los precios de los productos y servicios financieros. Han sido los mercados más integrados (los mayoristas) los que han sufrido

los mayores efectos en términos de retroceso en la integración, siendo el impacto menor en los mercados menos integrados (los minoristas). Así, tanto el mercado interbancario como el de deuda han visto reducir el negocio *cross-border* a favor del doméstico, a la vez que las diferencias de tipos de interés entre países se han disparado, siendo este un elemento de enorme preocupación para la efectividad de la política monetaria.

En este escenario de desintegración financiera, ha sido necesario adoptar numerosas iniciativas a nivel europeo, mejorando el marco regulador y supervisor en temas financieros, así como acuerdos en el ámbito macroeconómico. Mención especial requiere la actuación del BCE, que ha aumentado el carácter expansivo de la política monetaria (ha multiplicado por 2,3 su balance desde el inicio de la crisis), combinando rebajas de los tipos de interés con medidas no convencionales, como las subastas extraordinarias a plazos largos (36 meses) y adjudicación plena. Tras estas medidas, se ha recuperado parte del terreno perdido de la integración, si bien la situación actual dista mucho de la alcanzada antes de la crisis.

En este contexto, el objetivo de este artículo es analizar el desarrollo reciente de la integración de los mercados financieros europeos utilizando algunos indicadores de integración basados en precios, en cantidades y en la composición de las carteras. El impacto diferencial de la crisis en los mercados mayoristas *versus* minoristas obliga a analizarlos por separado, por lo que se utilizan indicadores para los principales mercados financieros: interbancario, deuda, capitales, bancarios e inversores institucionales.

El proceso de desintegración financiera que se observa desde el comienzo de la crisis ha dado lugar a una fragmentación del mercado que afecta negativamente a la efectividad de la política monetaria. La divergencia en el coste del capital que acompaña a la desintegración supone una rémora para la recuperación de la inversión, ya que los tipos de interés bancarios responden más a la prima de riesgo de cada país que a los tipos de intervención del BCE. Por este motivo, se

dedica una sección del trabajo a analizar el comportamiento de los tipos de interés bancarios desde el estallido de la crisis en el contexto de la crisis de la deuda soberana. El análisis realizado muestra que el aumento de las diferencias de tipos de interés bancarios dentro de la Unión Europea (UE) que está teniendo lugar exige más que nunca recuperar el terreno perdido en el terreno de la integración financiera, por lo que deviene en necesidad la construcción de la unión bancaria.

Además de esta introducción, el trabajo se articula en 3 apartados. En el apartado 2 se analiza la evolución del proceso de integración de los mercados financieros europeos utilizando diversos indicadores basados en precios, cantidades y sesgo domésticos de los portafolios. El análisis cubre los distintos segmentos del mercado: monetario, de deuda, de capital, bancarios e inversores institucionales. El apartado 3 se centra en el análisis reciente de las diferencias en el coste del capital, dada su importancia para explicar el impacto diferencial de la crisis sobre el sector real de la economía de los distintos países de la UE. Finalmente, el apartado 4 contiene las implicaciones de política económica de los resultados obtenidos en los apartados anteriores.

2. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL GRADO DE INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EUROPEOS

Se dice que un mercado financiero está integrado cuando todos los participantes pueden acceder a los instrumentos y servicios financieros en igualdad de condiciones con independencia de su localización geográfica. Ello exige una misma regulación, que los precios de productos y servicios similares (en términos de vencimiento y riesgo) sean similares (que se cumpla la llamada ley de un solo precio), que no haya una preferencia por lo nacional en las carteras de los inversores (sesgo doméstico), y que aumente el negocio transfronterizo entre los miembros del mercado único.

Con esta definición, suelen utilizarse tres tipos de indicadores de integración financiera: a) indi-



cadore basados en cantidades (peso relativo del negocio doméstico vs. transfronterizo); indicadores basados en precios (como la desviación típica entre países de los tipos de interés de productos similares); y c) otros indicadores como el sesgo doméstico en las carteras de los inversores, la cuota de mercado de los operadores extranjeros en los mercados nacionales, la importancia de las fusiones transfronterizas, etc.

Como hemos comentado anteriormente, y como señalan los informes que regularmente publica el BCE sobre la evolución del grado de integración, este difiere en función del mercado y producto analizado, siendo muy superior en los mercados mayoristas que en los minoristas. Por este motivo, el análisis que se realiza a continuación analiza los distintos segmentos del mercado financiero europeo.

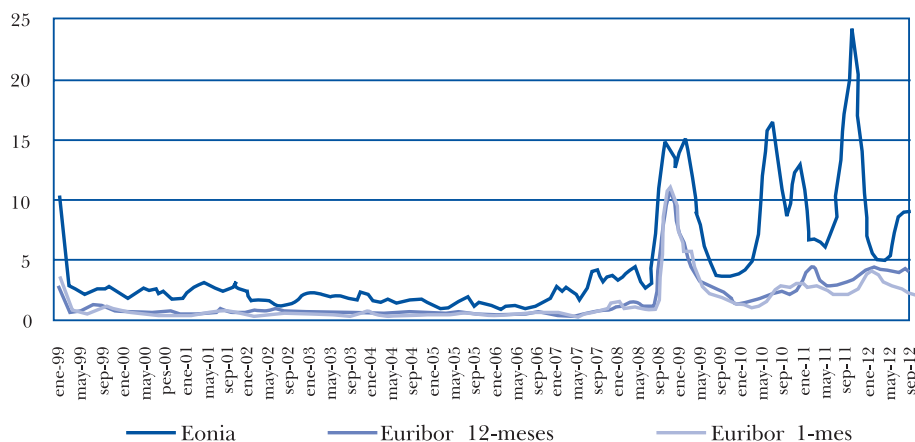
MERCADO INTERBANCARIO

En el caso de los mercados mayoristas, el mercado interbancario ha perdido gran parte del avance hacia la integración que había logrado hasta el inicio de la crisis. Como muestra el gráfico 1, la desviación típica de los tipos de interés entre los países de las UEM disminuyó con la entrada del euro, permaneciendo muy reducida hasta la quiebra de

Lehman Brothers en septiembre de 2008. En 2010, las diferencias de tipos volvieron a aumentar con el estallido de la crisis de la deuda soberana. Se observa una importante caída de la desviación típica a finales de 2011 como consecuencia de la primera de las «barras libres» que puso en marcha el BCE y que repitió con una segunda barra libre en febrero de 2012, que sumada a la anterior supuso una inyección de liquidez extraordinaria de algo más de un billón de euros y que ha permitido mejorar la estabilidad financiera, solventando los problemas de liquidez de muchos bancos que no podían acceder a unos mercados mayoristas que se habían cerrado. Conviene llamar la atención por el hecho de que la desviación típica de los tipos de interés es mayor en el tipo a un día que en los plazos más largos, lo que es un claro síntoma de las mayores tensiones de liquidez en el muy corto plazo.

El último informe de integración financiera del BCE publicado en el momento de redactar estas líneas muestra claramente el impacto que la crisis ha tenido en la importancia relativa de las transacciones transfronterizas entre países del área del euro. El peso que ese negocio transfronterizo representa en el total alcanzó un valor máximo del 30% antes de la crisis, y cayó diez puntos porcentuales hasta finales de 2012.

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

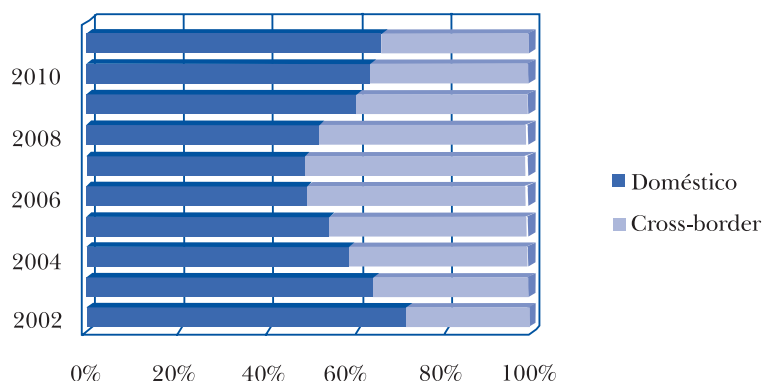


Fuente: BCE.

Otro indicador que muestra el retroceso de la integración es la distribución porcentual del crédito del Eurosistema en función del tipo de colateral utilizado. Como muestra el gráfico 2, de

2002 a 2007 aumentó del 28% al 51% el porcentaje correspondiente al colateral transfronterizo. En cambio, en los años posteriores hasta 2011, el porcentaje cayó hasta el 33,6%.

GRÁFICO 2. DISTRIBUCIÓN DEL COLATERAL UTILIZADO EN EL CRÉDITO DEL EUROSISTEMA



Fuente: BCE.

Según otros indicadores que ofrece en su informe el BCE, los tipos de interés aplicados en las operaciones de este mercado responden cada vez más al origen geográfico tanto del colateral aportado como garantía como de la contraparte, lo que contribuye a la fragmentación del mercado. De esta forma, se rompe el carácter único de la política monetaria, respondiendo los tipos bancarios nacionales más a la prima de riesgo soberana de su país que a los tipos de intervención del BCE. Es precisamente este argumento el que utilizó el presidente del BCE para justificar la necesidad de la unión bancaria y para anunciar en junio de 2012 el nuevo programa de compra-venta de deuda (OMT, en sus siglas en inglés) en los mercados secundarios, previa solicitud de los Estados nacionales.

MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

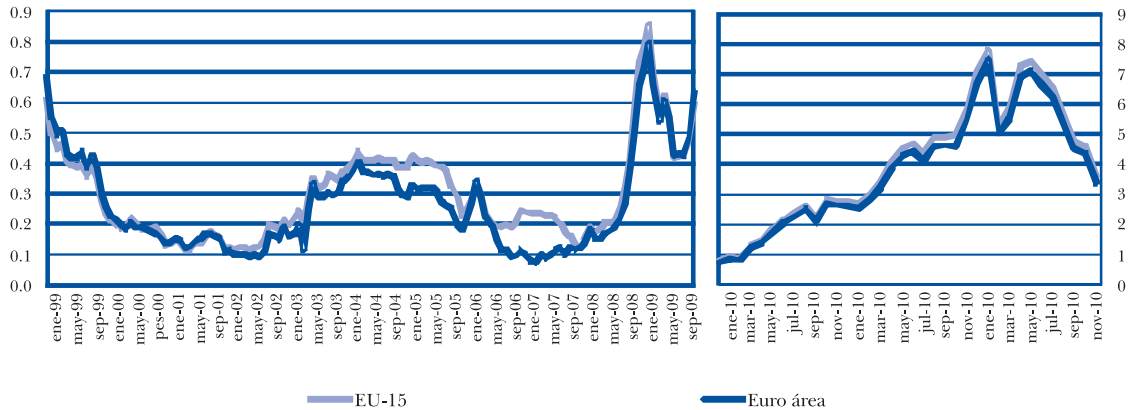
En el mercado de deuda soberana, las reducidas primas de riesgo existentes hasta mediados de 2008 dieron paso a otro escenario completa-

mente distinto como muestra el aumento de las diferencias de tipos de interés entre países tanto de la UE-15 como de la UEM (véase gráfico 3). La desviación típica de los tipos de interés se multiplicó por cuatro de septiembre 2008 a marzo 2009. Posteriormente, las diferencias iniciaron una escala hasta alcanzar un máximo alrededor de marzo de 2012. Desde julio de 2012, coincidiendo con la tan celebrada y efectiva frase del Sr. Draghi «haré todo lo necesario para salvar el euro», las primas de riesgo se relajaron, disminuyendo a más de la mitad las diferencias entre países.

En el caso de las tenencias *cross-border* de deuda pública, el BCE ofrece información para el caso de la deuda en poder de las IFM. Como muestra el gráfico 4, el peso de la deuda emitida por otros países de la eurozona aumentó hasta mediados de 2005, hasta alcanzar un 28% del total de la deuda no financiera existente en los balances de las IFM. Posteriormente el peso ha caído hasta el 10,7% en septiembre de 2012, alcanzando el mínimo valor de la serie desde 1997.



GRÁFICO 3. DESVIACIÓN TÍPICA DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA ENTRE PAÍSES DE LA UE



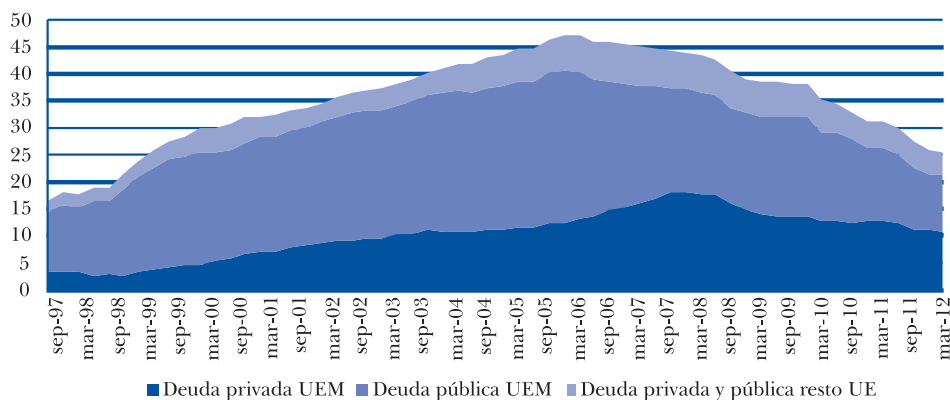
Fuente: Banco de España y BCE.

MERCADO DE DEUDA CORPORATIVA

En el mercado de los bonos corporativos, la integración también ha disminuido con la crisis. En el mismo gráfico 4 se muestra una caída de las tenencias en los balances bancarios de la deuda privada no financiera emitida por otros países de la UEM. En concreto, en junio de 2008 la serie alcanza un porcentaje máximo del 18% del total de la deuda no financiera, disminuyendo 7 puntos porcentuales a partir de entonces.

Si incluimos adicionalmente la deuda emitida por otras IFM (gráfico 5), se ha producido una caída en la importancia relativa de las tenencias de deuda emitida por emisores de la euro área/EU desde mediados de 2007. Desde esa fecha, el peso de la deuda emitida por otros socios de la UE ha caído de un 44% a un 29%. La mayor caída tiene lugar en la tenencia de deuda emitida por el sector privado no financiero, siendo el porcentaje actual similar al existente en 1999.

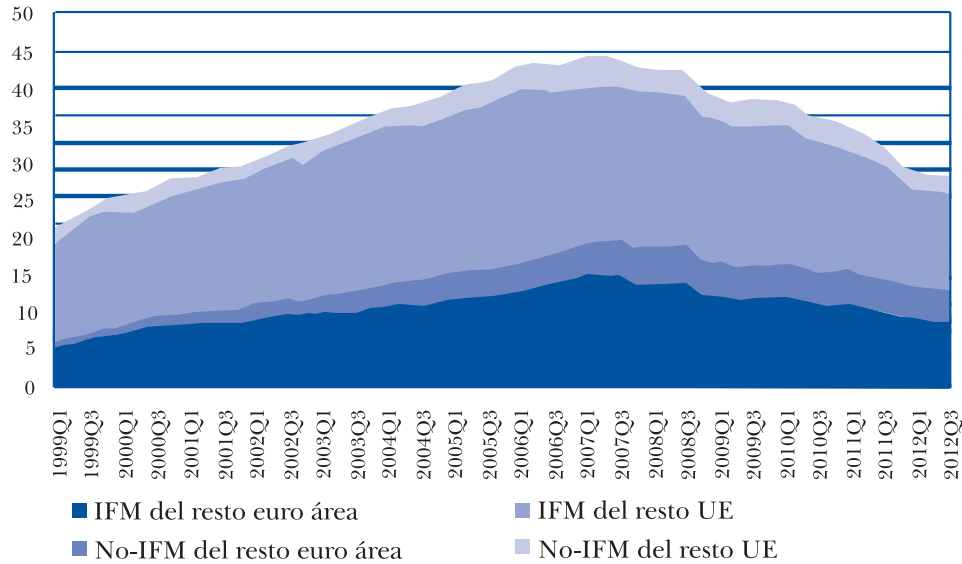
GRÁFICO 4. PESO DE LA DEUDA NO FINANCIERA (PRIVADA Y PÚBLICA) EMITIDA POR OTROS PAÍSES DE LA UE EN EL TOTAL DE LA DEUDA



Fuente: BCE.

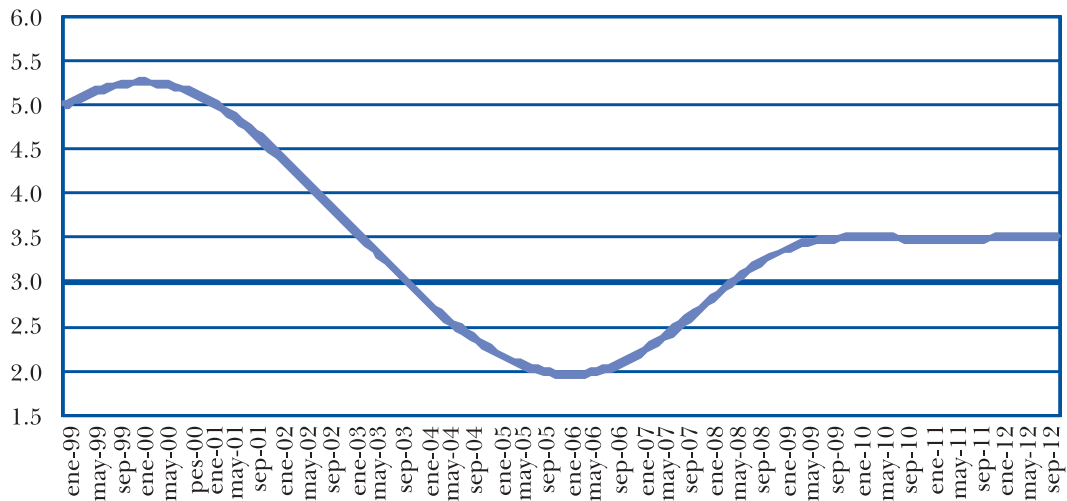


GRÁFICO 5. PESO DE LA DEUDA EMITIDA POR EMPRESAS Y ESTADOS DE LA UE EN EL TOTAL DE LA DEUDA EN PODER DE LAS IFM (PORCENTAJE EN EL TOTAL)



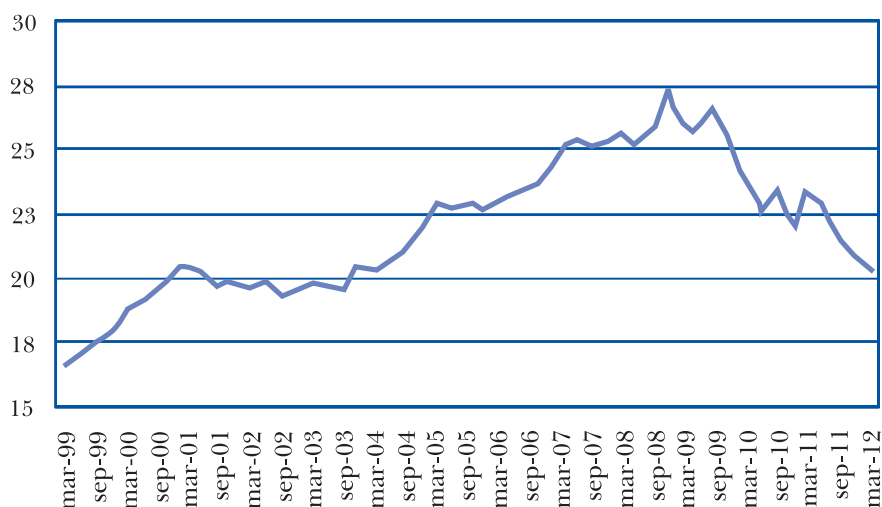
Fuente: ECB.

GRÁFICO 6. DESVIACIÓN TÍPICA DE LAS RENTABILIDADES IMPLÍCITAS EN LOS ÍNDICES BURSÁTILES DE LA UEM



Fuente: BCE.

GRÁFICO 7. PESO DE LA RENTA VARIABLE EMITIDA POR PAÍSES DE LA UEM EN EL TOTAL DE LA RENTA VARIABLE DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS PAÍSES DE LA UEM (%)



Fuente: BCE.

MERCADO DE CAPITALS

En el mercado de renta variable, los indicadores que ofrece en su informe el BCE en base a precios (rentabilidades implícitas en los índices bursátiles) muestran que también la integración ha sufrido los efectos de la crisis, si bien en menor medida que los mercados de deuda. Así, como refleja el gráfico 6, la desviación típica de las rentabilidades implícitas en los índices bursátiles de la euro zona disminuyó a más de la mitad de 1999 a 2005, se mantuvo en ese nivel más reducido unos meses y repuntó hasta finales de 2008. Posteriormente, las desigualdades se han mantenido estables, lo que implica que la crisis no ha impactado en el grado de integración del mercado de capitales.

No obstante, sí se constata el impacto de la crisis si se utilizan indicadores basados en cantidades, como la tenencia de títulos de renta variable emitidos por otros países de la UEM. Así, por ejemplo, en el caso de los fondos de inversión, el gráfico 7 muestra una caída de las tenencias durante la crisis, pasando de un porcentaje del 27,5% en septiembre de 2008 a un 20% en junio de 2012.

MERCADOS BANCARIOS

Especial interés tiene el análisis de la integración en los mercados bancarios, dado el peso que la financiación bancaria tiene en muchos países europeos. En estos mercados, como se analiza a continuación, la crisis ha supuesto un claro retroceso en el grado de integración que se había alcanzado previamente, si bien el nivel de integración y el grado de impacto de la crisis difieren en función del producto analizado.

Si utilizamos en primer lugar información de tipos de interés para analizar el grado de cumplimiento de la ley de un solo precio, la desviación típica que recoge el gráfico 8 muestra el retroceso que se ha producido desde 2008, tanto en el préstamo a las empresas no financieras como a las familias. En el primer caso, el valor de la desviación típica es más reducido, lo que implica un mayor grado de integración. Se observa que las diferencias de tipos de interés son mayores en los préstamos de menor importe (hasta un millón de euros), que son los relevantes para las pymes. Este rasgo indica que las pymes están sufriendo en mayor medida el impacto de la crisis, con diferen-

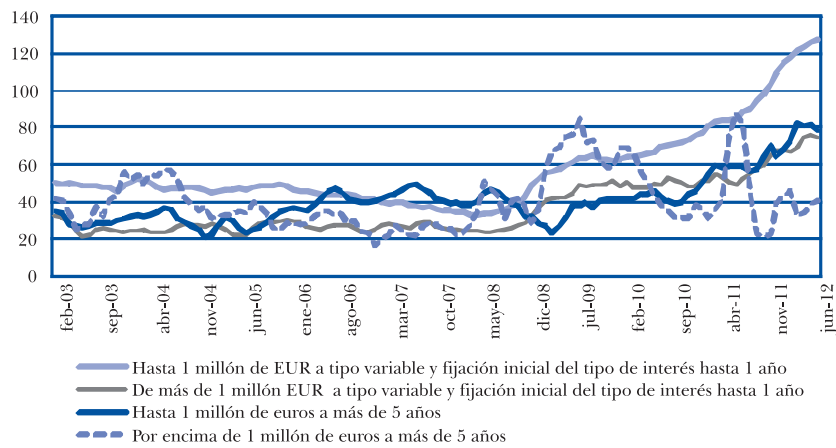


cias de tipos de interés muy acusadas entre países. Así, en la actualidad los tipos de interés de las pymes de los países que han sufrido con mayor intensidad el impacto de la crisis de la deuda soberana (Grecia, Irlanda, Portugal, Chipre, Italia y España) es 250 puntos básicos superior al resto de

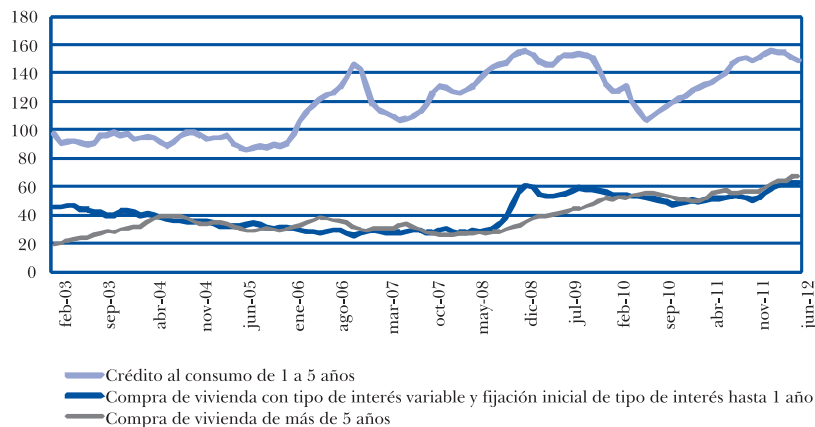
países europeos, ya que la prima de riesgo de la deuda soberana de cada país es el principal determinante de los tipos bancarios. Este hecho tan preocupante es lo que requiere de un rápido avance hacia la unión bancaria para así recomponer la efectividad de la política monetaria.

GRÁFICO 8. DESVIACIÓN TÍPICA DE LOS TIPOS DE INTERÉS (NUEVAS OPERACIONES) DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LOS PAÍSES DE LA UE

a) Préstamos a empresas no financieras

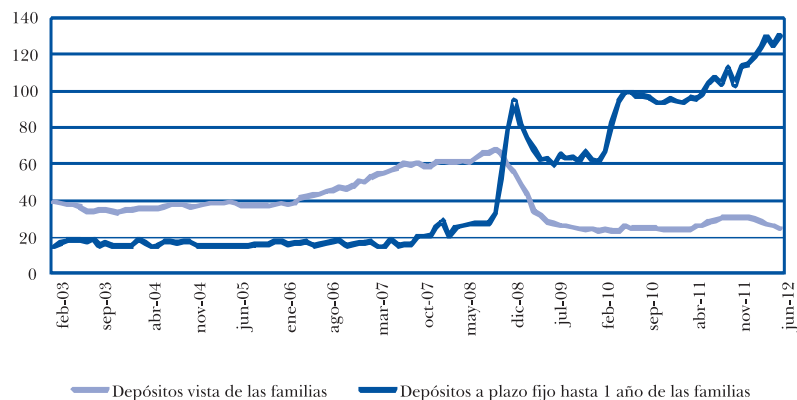


b) Préstamos a economías domésticas





c) Depósitos de las economías domésticas



Fuente: BCE.

En el caso del préstamo a las familias, las diferencias de tipos de interés dentro de la UE son mayores, lo que supone que su grado de integración es más reducido. La desviación típica es especialmente elevada en el préstamo al consumo, con un valor que más que duplica al préstamo para la compra de vivienda. En este último, las diferencias de tipos entre países se triplicaron a finales de 2008, y se han mantenido en este mayor nivel desde entonces.

Para los depósitos de las familias, también la quiebra de Lehman Brothers supone un punto de inflexión en la evolución de las diferencias de los tipos de interés de los depósitos a plazo entre los distintos países de la euro área, alcanzándose en la última observación disponible (junio 2012) unas diferencias que cuadruplican las existentes antes del estallido de la crisis. Sin embargo, paradójicamente, la evolución es justo la contraria en los depósitos a la vista, ya que se han reducido las diferencias de tipos de interés entre países.

Si en lugar de utilizar indicadores basados en precios utilizamos cantidades, la información disponible corrobora el retroceso en la integración financiera. Así, el gráfico 9 muestra el peso que el negocio *cross-border* con otros países de la UE tiene en el total para el crédito, tanto interbancario como no interbancario, depósitos, inversiones en renta fija y variable. En los préstamos y

depósitos no interbancarios, el nivel de integración es mucho más reducido en comparación con el mercado interbancario. En este último, se aprecia la caída del porcentaje que representan las transacciones transfronterizas desde 2008. En la inversión en renta fija, las IFM europeas aumentaron rápidamente la orientación hacia emisiones de otros países de la UE, hasta alcanzar casi el 45% a mediados de 2007. Pero con posterioridad, se ha producido una pérdida de importancia del negocio transfronterizo con la UE, hasta situarse a finales de 2012 por debajo del 30%. En la inversión en renta variable, el continuo aumento que tuvo lugar hasta principios de 2008 del porcentaje que representa los títulos emitidos en otros países de la UE respecto del total se interrumpe con el estallido de la crisis, sin que haya vuelto a aumentar desde entonces.

INVERSORES INSTITUCIONALES

Los inversores institucionales cumplen una labor importante en el proceso de integración financiera en cuanto sus decisiones de inversión afectan al negocio transfronterizo. Así, tiene interés analizar la composición de las carteras de fondos de inversión, de pensiones y compañías de seguros con objeto de constatar si la crisis ha afectado al sesgo doméstico de sus carteras. La limitación



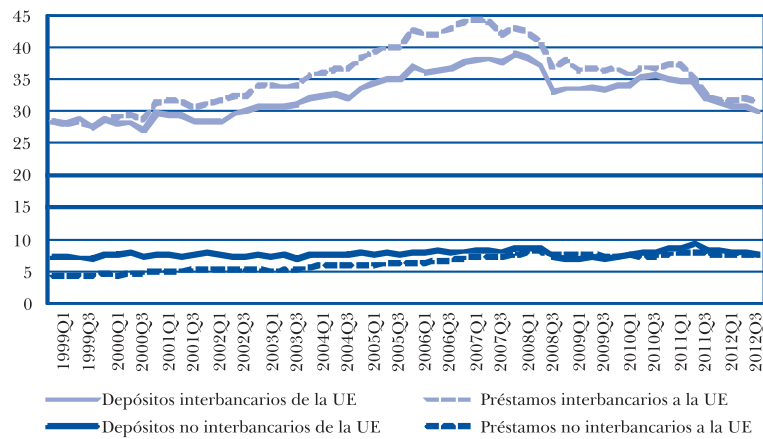
que presenta la información disponible que ofrece la OCDE es que solo suministra información de la composición nacional *versus* internacional de los portafolios, sin desglosar de esta última la parte correspondiente a inversiones en activos emitidos por países de la UE. En consecuencia, el indicador que se ofrece a continuación debe ser interpretado con cautela, ya que es un indicador de internacionalización y no de integración con Europa.

En el caso de los fondos de pensiones, el gráfico 10 muestra el peso que los activos extranje-

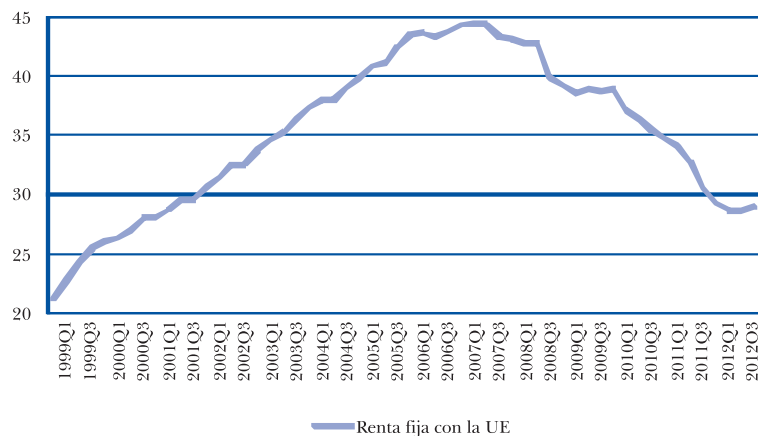
ros representan en el total de la cartera de los fondos de inversión de los países de la UE para los que la OCDE ofrece información. De 1999 a 2007 en la mayoría de los países aumenta el porcentaje que las inversiones exteriores representan en el total, disminuyendo en consecuencia el sesgo doméstico. En cambio, de 2007 a 2011, en varios países aumenta la preferencia por la nacional, si bien en Reino Unido, Bélgica y los Países Bajos ocurre lo contrario. En España, el sesgo doméstico disminuyó de 1999 a 2007 y aumentó posteriormente.

GRÁFICO 9. PESO DEL NEGOCIO TRANSFRONTERIZO CON LA UE EN EL TOTAL DE LA IFM EUROPEAS (%)

a) Depósitos y préstamos interbancarios y no interbancarios

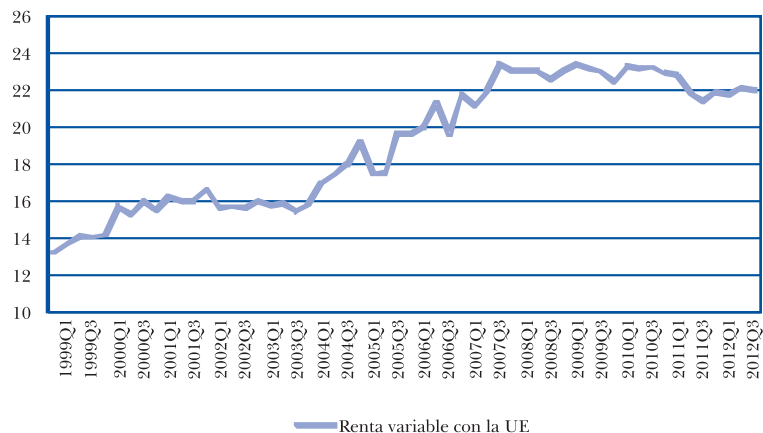


b) Renta fija





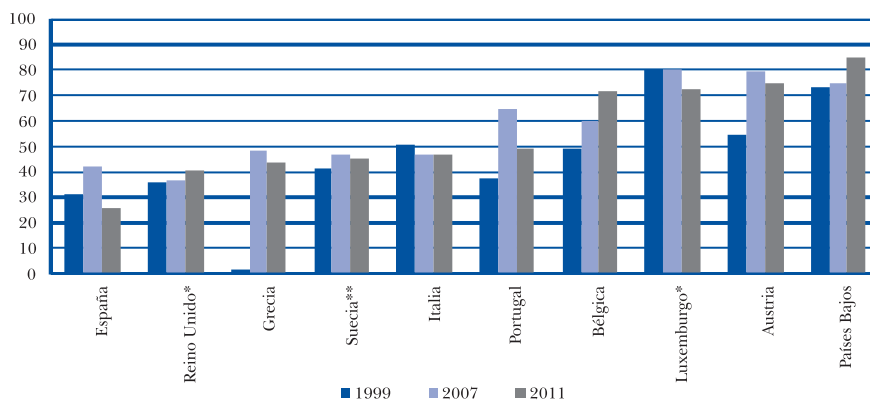
c) Renta variable



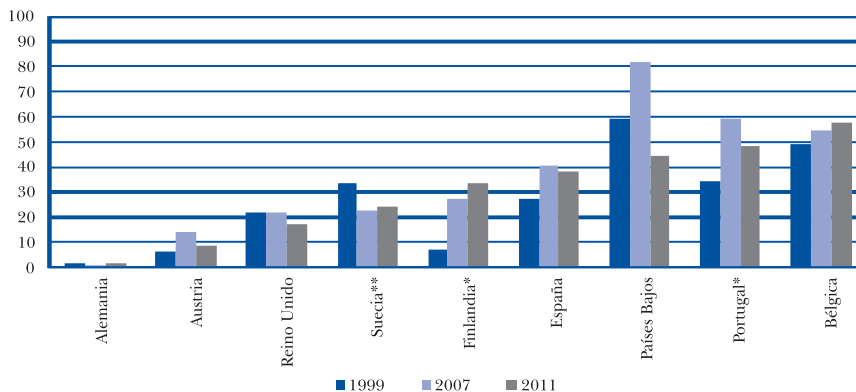
Fuente: BCE.

GRÁFICO 10. INTERNACIONALIZACIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE LOS PORTAFOLIOS DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES (porcentaje de los activos extranjeros en el total)

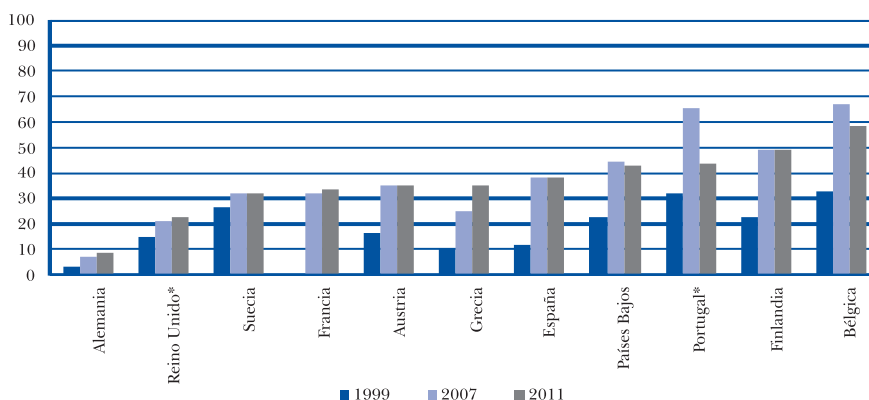
a) Fondos de pensiones



b) Fondos de inversión



c) Seguros



* Dato del año 2000, ** Dato del año 2001.

Fuente: Institutional Investors, OCDE.

Para los fondos de inversión, en el periodo de expansión hasta 2007 también tuvo lugar un aumento de la internacionalización de las carteras de inversión en la mayoría de los países europeos de la muestra. En cambio, de 2007 a 2011 en varios países aumenta el sesgo doméstico, destacando en este sentido Austria, España y los Países Bajos.

Como muestra el panel c) del gráfico, las compañías de seguros de los países europeos para los que disponemos de información aumentaron sustancialmente su nivel de internacionalización hasta 2007 en términos de las inversiones de sus activos financieros, aumentando en más de 40 puntos porcentuales el peso de la cartera internacional en países como Portugal, Finlandia, Países Bajos y Bélgica. Sin embargo, de 2007 a 2011, el porcentaje cayó en algunos países, y prácticamente permaneció constante en otros.

3. INTEGRACIÓN FINANCIERA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO: LA IMPORTANCIA DE LA CONVERGENCIA EN TIPOS DE INTERÉS

Tal y como se ha justificado en anteriores ediciones de este Observatorio sobre la reforma de los

mercados financieros, el objetivo último de avanzar hacia un mercado financiero integrado es que reporta beneficios económicos. Así, diversos trabajos auspiciados por la Comisión Europea (como London Economics, 2002; o Guianetti et al., 2002) han cuantificado los beneficios asociados a la integración financiera, siendo la reducción del coste del capital la principal vía a través de la que se materializa el beneficio. Así, la integración favorece el desarrollo financiero, la eficiencia en la intermediación, la rivalidad competitiva, la mejor diversificación del riesgo, etc., y, en última instancia los costes de la intermediación financiera. Y una reducción en el coste de la financiación (componente principal del coste de uso del capital) incentiva la inversión y, en consecuencia el crecimiento económico.

Al margen del acceso a mayores fuentes de financiación como consecuencia de la integración financiera, la reducción en el coste del acceso a la financiación que ha tenido lugar a través de la convergencia en tipos de interés tras el nacimiento del euro en 1999 ha permitido que aquellos países que partían de tipos de interés más elevados, hayan experimentado una convergencia hacia el menor nivel de otros países, lo que ha permitido incrementar sus niveles de inversión. De igual forma, la divergencia de tipos

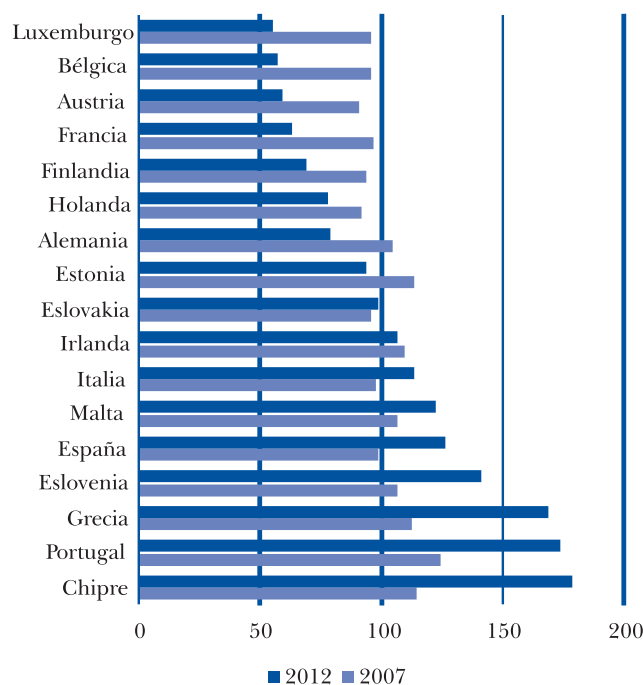


de interés que ha tenido lugar en el periodo posterior de desintegración financiera ha supuesto una clara rémora para los países que han visto aumentar en mayor medida el coste de su financiación, lo que ha lastrado aún más su recuperación. Los datos más recientes muestran que los países que han sufrido en mayor medida el impacto de la crisis de la deuda soberana (los llamados *distressed countries*, Grecia, Irlanda, Portugal, Chipre, España e Italia) soportan tipos de interés en el préstamo de menos de un millón de euros a las empresas superior en 250 puntos básicos al resto de países, ya que la prima de riesgo de la deuda soberana tiene una excesiva influencia sobre los costes de la financiación bancaria.

Como refleja el gráfico 11, desde el inicio de

la crisis en 2007, las diferencias en el tipo de interés al que se financian las empresas han aumentado considerablemente en Europa. Para los países que el BCE ofrece información sobre tipos de interés de menos de un millón de euros, en 2007 la diferencia en el rango de variación entre el valor máximo y mínimo era de 206 puntos básicos, situándose Portugal y Austria un 24% y 10% por encima y por debajo de la media, respectivamente. Frente a estos valores, en 2012 el rango de variación entre el tipo de interés máximo y mínimo se ha ampliado a 503 puntos básicos, soportando Chipre un tipo de interés del 7,27% (79% por encima de la media), frente a un valor del 2,24% en Luxemburgo (45% por debajo de la media).

GRÁFICO 11. TIPO DE INTERÉS (OPERACIONES NUEVAS) DEL PRÉSTAMO DE MENOS DE 1 MILLÓN DE EUROS A LAS EMPRESAS (euro área = 100)



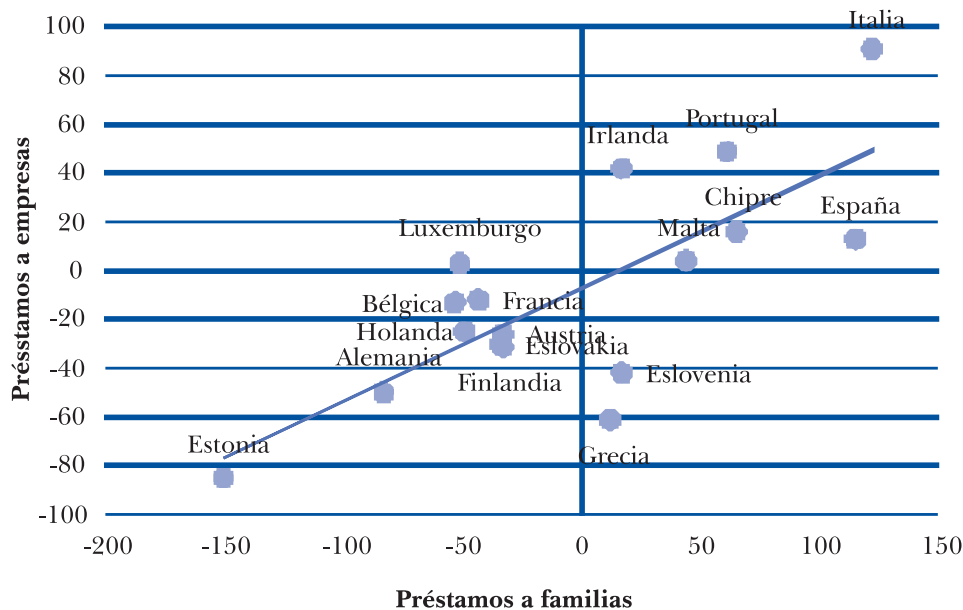
Fuente: BCE.

Si nos centramos en el periodo posterior al estallido de la crisis de la deuda soberana en 2010 (tras el primer rescate de Grecia), son los países que han sufrido en mayor medida el efecto de la crisis (con mayores subidas en las primas de riesgos de sus deudas soberanas) los que han visto aumentar en mayor medida el tipos de interés de la financiación bancaria, tanto a empresas como a familias. Así, como muestra el gráfico 12, de diciembre de 2010 a diciembre de 2012, se distinguen cuatro grupos de países dentro de la UE-27: un grupo formado por Malta, Chipre, España, Portugal, Irlanda e Italia que han visto aumentar los tipos de interés de los préstamos tanto a empresas como a familias; un segundo grupo donde han caído los dos tipos de interés (Estonia, Alemania, Finlandia, Francia, Bélgica, Finlandia, Holanda y Eslovaquia); un tercer grupo formado por Eslovenia y Grecia donde han disminuido los tipos de interés de los préstamos a las empresas pero han aumentado los de las familias; y finalmente Luxemburgo, donde cae el tipo de interés de los préstamos a las familias sin que haya varia-

do el de las empresas. En consecuencia, los países que han sido rescatados, junto con Italia y Malta, aparecen en un mismo grupo en el que los tipos de interés han aumentado.

Obviamente, la creciente dispersión de los tipos de interés de los préstamos bancarios que ha tenido lugar en el periodo de desintegración financiera tiene efectos sobre el comportamiento diferencial de la inversión y el crecimiento económico. Los países que ven aumentar en mayor medida sus tipos de interés ven estrangulado su potencial de recuperación ya que la inversión caerá con fuerza. De hecho, los datos que ofrece Eurostat hasta 2011 del comportamiento de la formación bruta de capital fijo para los países de la UE muestra que desde el inicio de la crisis en 2008, la inversión ha caído con mucha más fuerza en los países del cuadrante superior derecho del gráfico anterior, destacando Grecia e Irlanda con una tasa anual en torno al -15% . Frente a esta tasa, en países como Luxemburgo, Alemania, Austria y Bélgica, la tasa promedio se sitúa en torno a 0.

GRÁFICO 12. VARIACIÓN (PUNTOS BÁSICOS) EN LOS TIPOS DE INTERÉS (OPERACIONES NUEVAS) DEL PRÉSTAMO DE DICIEMBRE 2010 A DICIEMBRE 2012



Fuente: Préstamos a familias.



4. CONCLUSIONES

Desde la puesta en marcha de la UEM y el euro en 1999 y hasta el estallido de la actual crisis, se produjo un avance en el grado de integración de los mercados financieros europeos que ha contribuido al crecimiento económico. Los mercados mayoristas (interbancario y de deuda) alcanzaron rápidamente elevados grados de integración, siendo el euro el gran catalizador del proceso. Los mercados minoristas también se beneficiaron de la puesta en marcha de la UEM y la adopción de las medidas contempladas en el plan de acción de los servicios financieros, si bien la existencia de barreras legales, institucionales, etc., impiden alcanzar mayores niveles de integración en este segmento del mercado.

Con el estallido de la crisis a mediados de 2007 y el posterior recrudecimiento por la crisis de la deuda soberana en 2010, se ha producido un claro retroceso en el grado de integración financiera anteriormente alcanzado, por lo que el mercado único se ha desintegrado. Así, los indicadores manejados en este artículo muestran claramente la fragmentación del mercado financiero europeo, siendo mayor el impacto en los mercados que habían alcanzado los mayores niveles de integración (como el interbancario). En el caso de los mercados bancarios minoristas, también la crisis ha impactado en el grado de integración, si bien el retroceso es menor. En ambos tipos de mercados han aumentado las diferencias de tipos de interés entre países para productos similares, ha aumentado el sesgo doméstico de las carteras de inversión y ha disminuido el peso relativo del negocio transfronterizo con el resto de países de la UEM. En el caso de los inversores institucionales también se ha hecho nota el impacto de la desintegración, ya que la reducción en el sesgo doméstico en la composición de sus carteras que tuvo lugar hasta 2007 ha vuelto a aumentar a partir de entonces en muchos países europeos.

En la etapa en la que avanzó la integración, el acceso a la financiación en mejores condiciones ha sido un factor clave para impulsar la inversión sobre todo en los países que partían de un mayor

nivel de tipos de interés. La reducción en el coste de uso del capital como consecuencia de la caída en el tipo de interés ha sido la principal vía a través de la que la integración financiera ha afectado al crecimiento económico. Por el mismo motivo, la divergencia en tipos de interés que ha tenido lugar en el periodo posterior de crisis contribuye sin duda a explicar el impacto diferencial de la crisis sobre el crecimiento de los países de la UE. La desintegración financiera conlleva que el mercado financiero se fragmente y que los distintos países tengan condiciones en el acceso a la financiación bien distintas. Los tipos de interés bancarios que soportan empresas y familias responden mucho más al tipo de interés de la deuda soberana de su país que a los tipos de intervención del BCE. De esta forma, se rompe el principal canal a través del cual la política monetaria tiene efectos reales, desapareciendo el carácter único de la política monetaria. Se da la paradoja de que empresas similares, soportan costes de financiación bien distintos en función de su ubicación geográfica.

En este contexto, la recuperación del terreno perdido en materia de integración (en general) y la consecución de un mercado único bancario (en particular) deviene en necesidad. De ello son conscientes las instituciones internacionales, tanto europeas (como el BCE, el Consejo Europeo, la Comisión Europea) como no europeas (como el FMI). Es fundamental avanzar más deprisa hacia la construcción de un mercado único bancario, lo que exige poner en marcha, no solo el mecanismo único de supervisión, sino también una autoridad y fondo de resolución bancario europeo y un fondo europeo de garantía de depósitos. La solución de compromiso para avanzar más deprisa y que forma parte de la hoja de ruta aprobada es poner en marcha la supervisión única en manos del BCE en marzo de 2014. Pero hay que ser conscientes que dejar para más adelante la puesta en marcha de los otros dos pilares de la unión bancaria conlleva un importante riesgo, ya que la supervisión única por sí sola no es suficiente. Es cierto que con la supervisión única se habrá roto el círculo vicioso entre deuda bancaria y deuda soberana ya que



posibilitará la recapitalización directa de los bancos con problemas, pero mientras no se ponga en marcha la autoridad y mecanismo de resolución y se construya un fondo de depósitos europeo, la supervisión no sirve para crear un mercado único bancario.

De igual forma es necesaria la contribución del BCE con una acción más expansiva de su política monetaria. No obstante, en muchas ocasiones se critica al BCE comparando su actuación menos agresiva con la de otros bancos centrales (como la Fed, el Banco de Inglaterra o, recientemente, con el de Japón), olvidándose que su mandato, y por tanto objetivo, es distinto (inflación vs. inflación + empleo). Con la intensidad de la crisis que sufre la UEM (que como señala el informe del FMI es el «farolillo rojo» del crecimiento mundial), es el momento de plantear el debate sobre la necesidad de redefinir los objetivos del BCE, para que así pueda contribuir en mayor medida a superar la crisis económica. En cualquier caso, nuevas medidas no convencionales y más expansivas del BCE no serán efectivas si no se recupera antes el terreno perdido en materia de integración financiera, ya que si el mercado no es único, los tipos de interés bancarios nacionales responderán con distinta intensidad a los tipos de interés de intervención del BCE. Sin una unión bancaria, el tipo de interés de la deuda pública de cada país seguirá pesando en exceso sobre el coste al que se financian los bancos y las empresas no financieras, por lo que

seguirán habiendo importantes diferencias en los tipos de interés a los que se financian las empresas. En consecuencia, empresas similares en términos de actividad, solvencia, liquidez, endeudamiento, etc., soportarán costes de financiación bien distintos en función de su país de residencia, por lo que mientras continúe la desintegración financiera, persistirán las diferencias en los ritmos de crecimiento de la inversión.

5. REFERENCIAS

- Banco Central Europeo (2012). *Financial integration in Europe*, abril.
- Fondo Monetario Internacional (2013). *Global Financial Stability Report*, abril.
- Guianetti, M., Guiso, L., Jappelli, T., Padula, M. and Pagano, M. (2002). «Financial market integration, corporate financing and economic growth», *European Economy Papers* 179, European Commission.
- London Economics (2002). *Quantification of the macro-economic impact of integration of the EU financial markets*, Final report to the European Commission– Directorate General for the internal market.
- Maudos, J. (2012). «Observatorio sobre la integración financiera en Europa. Análisis del caso español» en *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos*. 2012.

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).

ENTIDADES PATRONO
de la Fundación de Estudios Financieros

BANCO SANTANDER, S.A.
TELEFONICA, S.A.
ENDESA, S.A.
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA
CITI
BANCO SABADELL
BANKIA
CLIFFORD CHANCE
EY
FIDELITY WORLDWIDE INVESTMENT
FUNDACIÓN REPSOL
INDITEX
KPMG
LA CAIXA
MAPFRE
ZURICH ESPAÑA
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES
URIA & MENENDEZ
ACS
DELOITTE
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA
FUNDACIÓN PRICEWATERHOUSE COOPERS
INDRA SISTEMAS, S.A.
FUNDACIÓN ABERTIS
MIRABAUD
BAKER & MCKENZIE
J&A GARRIGUES, S.L.
CECA

ENTIDAD FUNDADORA
INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS FINANCIEROS

