

IEAF | FEF
INSTITUTO ESPAÑOL DE
ANALISTAS FINANCIEROS
FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

OBSERVATORIO SOBRE LA REFORMA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EUROPEOS (2020)

Directores

Ramiro Martínez-Pardo del Valle
Francisco Javier Zapata Cirugeda

Coordinadores

Alfonso Ayuso
Sara Gutiérrez Campiña
Gloria Hernández Aler
Alfredo Jiménez Fernández
Ignacio Santillán

PAPELES DE LA FUNDACIÓN
N.º59

ISBN: 978-84-09-20806-7

Depósito legal: M-14303-2020

Edita: Fundación de estudios financieros

Imprime: Reimpventa S.L.



ÍNDICE

EQUIPO DE TRABAJO _____	5
PRESENTACIÓN _____	7
INFORME Y CONCLUSIONES DEL OBSERVATORIO _____	9
RELACIÓN DE TRABAJOS APORTADOS AL OBSERVATORIO	
1. Seguimiento de la implementación y efectos de la regulación europea de mercados secundarios. <i>Coordinado por Ignacio Santillán, Director General del FOGAIN</i> _____	41
2. Módulo de Innovación en los mercados financieros. <i>Coordinado por Alfonso Ayuso, Director de Regulación y Public Policy de Banco Sabadell</i> _____	67
PAPELES DE LA FUNDACIÓN _____	95
ENTIDADES PATRONO DE LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS ____	97



EQUIPO DE TRABAJO

DIRECTORES

Ramiro Martínez-Pardo del Valle

Presidente de Solventis SGIIC, Vicepresidente del IEAF

Francisco Javier Zapata Cirugeda

Secretario General de Emisores Españoles

COORDINADORES

Alfonso Ayuso

Director de Regulación y Public Policy de Banco Sabadell

Sara Gutiérrez Campiña

Socia de finReg360

Gloria Hernández Aler

Socia de finReg 360

Alfredo Jiménez Fernández

Director de Análisis y Estudio, FEF

Ignacio Santillán

Director General de FOGAIN

COLABORADORES Y GRUPO DE CONSULTA

Alberto Aguirre

*Director de Deuda Pública, Repo y Business Innovation
Grupo CIMD*

Víctor Colino Blasco

*Director de Asesoría Jurídica de Banca de Inversión
BANCO SANTANDER*



Santiago Domingo

Gestor de renta variable SOLVENTIS

Javier Ferrer

Ahorro Corporación Financiera

Domingo García Coto

Director del Servicio de Estudios, BME

Rodrigo García De la Cruz

CEO de Finnovating y Presidente de AEFI

Pedro Garnica

ALANTRA EQUITIES

Arturo González Mac Dowell

CEO de Eurobits

Nick Henderson

Ahorro Corporación Financiera

Carlos López Marqués

Subdirector de Asuntos Públicos, BME

Raúl Navarro Lozano

*Subdirector de Renta Variable del Departamento
de Mercados Secundarios, CNMV*

Angel Nigorra

Director General de Bizum

Alfredo Oñoro Carrascal

Director de Cumplimiento Normativo, CECABANK

Javier Ruiz del Pozo

Director Departamento Mercados Secundarios, CNMV

Georgina Sierra

Directora de Inversiones, SOLVENTIS



PRESENTACIÓN

Presentamos una vez más el trabajo realizado por el “*Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos*” de la Fundación de Estudios Financieros (FEF). El estudio tiene su origen en la decisión de la Fundación adoptada hace varios años de realizar, con carácter periódico, un seguimiento y valoración de la reforma encaminada hacia la integración de los servicios financieros en Europa.

El proyecto europeo se desenvuelve en un difícil y débil contexto al que hay que añadir la irrupción de la crisis sanitaria producida por el Covid-19, cuyos efectos se desconocen en estos momentos, aunque pensamos que van a ser muy relevantes y que para mitigarlos será imprescindible el apoyo firme y unánime de las instituciones europeas.

Más que nunca, tienen vigencia y ganan relevancia las recomendaciones que venimos haciendo desde la Fundación acerca de la necesidad de avanzar hacia la consecución de un verdadero mercado único y de perfeccionar la Unión Monetaria Europea con la Unión Bancaria (aún incompleta), la Unión del Mercado de Capitales (por desarrollar) y con una mayor integración en los ámbitos fiscal y económico que facilite la adopción de acciones concertadas y la solidaridad entre Estados miembros ante situaciones de emergencia.

En esta edición del Observatorio -la duodécima- hemos decidido mantener el mismo enfoque que en la última publicación, tratando de valorar cómo están afectando a los mercados las numerosas normas financieras europeas y, también, considerar aquellas acciones e iniciativas que desde la innovación están facilitando el desarrollo de nuevos productos, servicios o modelos de negocio. Para ello, en esta ocasión, se han creado 2 grupos de trabajo que desarrollan los siguientes módulos:

- 1) Módulo Mercados Secundarios de instrumentos financieros, coordinado por Ignacio Santillán de FOGAIN.
- 2) Módulo de Innovación en los mercados financieros, coordinado por Alfonso Ayuso de Banco Sabadell.

Adicionalmente, el estudio contiene un capítulo inicial de Informe y Conclusiones que resume las posiciones sostenidas por los colaboradores, se expresan algunas conclusiones sobre los análisis realizados y se hacen diversas valoraciones sobre la oportunidad, conveniencia e impacto de las diversas propuestas normativas.

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 módulos 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 agra-

decerles 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.

Jorge Yzaguirre

Presidente de la Fundación de Estudios Financieros



INFORME Y CONCLUSIONES DEL OBSERVATORIO

1. EL OBSERVATORIO

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

2. EL CONTEXTO ECONÓMICO

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

2.1. CRECIMIENTO INSUFICIENTE

La ralentización económica y el deterioro



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

2.2. REACCIONES REGULATORIAS FRENTE AL COVID-19

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

⁴ El *Better Life Index* promovido por la OCDE para complementar los datos de variación del PIB y las estadísticas económicas, permite comparar el bienestar en distintos países basándose en 11 temas que han sido identificados como esenciales para valorar las condiciones de vida materiales y la calidad de vida. <http://www.oecdbetterlifeindex.org/es/#/11111111111>

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

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

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

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

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



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

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

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

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

2.3. DESGLOBALIZACIÓN

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

2.4. INTEGRACIÓN FINANCIERA

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

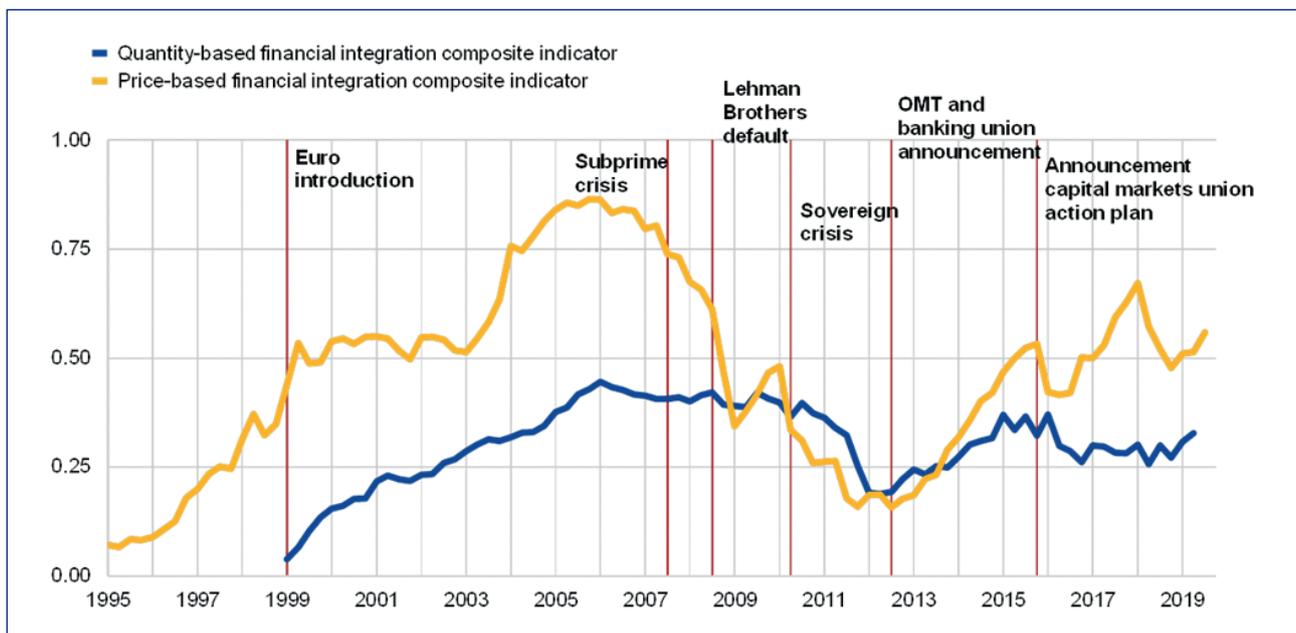
Por otro lado, el indicador basado en cantidades, a pesar de los efectos generalmente favorables sobre la integración financiera de la política monetaria expansiva del BCE, se mantuvo persistentemente bajo a partir de 2015, como consecuencia de la reducción en los préstamos interbancarios transfronterizos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

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

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

CUADRO 1

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



Fuente: BCE



2.5. ECONOMÍA DIGITAL

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

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

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

3. LAS INSTITUCIONES

Con las elecciones europeas de mayo 2019

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

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

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

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

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



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

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

3.1 PRINCIPALES RETOS

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

En particular, se verá muy afectada la

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



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

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

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

4. CONTENIDO DEL INFORME

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

4. A.1. Principales conclusiones

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

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



4. A.1.1. La negociación en los mercados

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

Ambos efectos son dos caras de la misma moneda.

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

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

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

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

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

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

4. A.1.2. Efectos sobre los intermediarios

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

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



- el incremento de la carga regulatoria.

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

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

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

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

Sin embargo, en las últimas décadas, las sa-

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

4. A.1.5.1. Renta variable

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

a) Calidad de los datos

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

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

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

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

b) Accesibilidad

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

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

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



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

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

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

c) Coste de los datos

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

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

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

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

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

4. A.1.5.2. Renta fija

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

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



de los creadores de mercado.

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

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

4. A.1.6. *La post negociación*

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

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

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

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

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

4. B. *INNOVACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS*

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

En este módulo se analizan las principales

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

4. B.2. Los pagos instantáneos

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

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

Tras su aprobación por el Consejo de Minis-

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

4. B.4. Las Divisas Digitales

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

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

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

4. B.5. Impacto sobre la estabilidad financiera

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

CONCLUSIONES

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



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

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

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

EL CONTEXTO ECONÓMICO Y EL PROYECTO EUROPEO

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



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

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

LA UNIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES (UMC)

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

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

INTEGRACIÓN FINANCIERA

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

BREXIT

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



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

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

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

LOS EFECTOS DE LA REGULACIÓN SOBRE LOS MERCADOS SECUNDARIOS

10) La implantación de la normativa MI-

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

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

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

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



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

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



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

INNOVACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

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



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

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



SEGUIMIENTO DE LA IMPLEMENTACIÓN Y EFECTOS DE LA REGULACIÓN EUROPEA DE MERCADOS SECUNDARIOS

Coordinado por: **IGNACIO SANTILLÁN**

Director General del FOGAIN

GLOSARIO DE TÉRMINOS

- **AFME.**- Association for Financial Markets in Europe.
- **AMF.**- Autorité des Marchés Financiers.
- **APA.**- Agente de Publicación Autorizado.
- **CCR.**- Condiciones Comerciales Razonables.
- **CNMV.**- Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- **CSDR.**- Central Securities Depositories Regulation (Reglamento 909/2014, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n ° 236/2012).
- **CT.**- Consolidated Tape.
- **CTP.**- Consolidated Tape Provider (PIC en español).
- **DVC.**- Double Volumen Cap
- **DCV.**- Depositario Central de Valores.
- **DLT.**- Distributed Ledger Technology.
- **ECC.**- Entidad de Contrapartida Central.
- **EDDI.**- European Distribution of Debt Instruments
- **EMIR.**- European Market Infrastructures Regulation (Reglamento 648/2012, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extra-bursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones).
- **EMIR Refit.**- Reglamento 2019/834, de 20 de mayo de 2019, que modifica el Reglamento 648/2012.
- **ESMA.**- European Securities and Markets Authority.
- **FCA.**- Financial Conduct Authority.
- **FESE.**- Federation of European Securities Exchanges.
- **FIRDS.**- Financial Instruments Reference Data System.
- **ICMA.**- International Capital Markets Association.
- **IS.**- Internalizador Sistemático.



- **MIFID II.**- Directiva 2014/65, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.
- **MIFIR.**- Reglamento 600/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) 648/2012.
- **NCA.**- National Competent Authorities.
- **OTC.**- Over The Counter.
- **PIC.**- Proveedor de Información Consolidada.
- **PSSD.**- Proveedor de Servicios de Suministro de Datos.
- **QCA.**- Quoted Companies Alliance.
- **SIA.**- Sistema de Información Autorizado.
- **SME.**- Small and Medium-Sized Enterprises.
- **SOR.**- Smart Order Routing.
- **T2S.**- Target 2 Securities.

1. INTRODUCCIÓN

En el Módulo de Mercados del Observatorio del año 2018 se identificaron las principales novedades regulatorias y sus implicaciones prácticas conforme se apreciaban por el Grupo de Consulta, teniendo en cuenta el poco tiempo transcurrido desde la entrada en vigor de la normativa más relevante.

Entonces, junto a una valoración positiva general de las finalidades de la nueva regulación, se identificaron consecuencias resaltables, tanto en los mercados de Renta Fija, como de Renta Variable y de Derivados, y en el *post-trading*, identificando asimismo, consecuencias más transversales en cuanto a intermediarios, infraestructuras y costes.

La razón de estructurar así el trabajo fue

consecuencia de los comentarios realizados sobre la implementación de la nueva regulación por los miembros del Grupo de Consulta.

Ciertamente, se ha producido un cambio de estructuras y transparencia en los mercados de renta fija, una alteración de las pautas de negociación y del análisis en los mercados de renta variable, y una incidencia explícita muy directa de la regulación en los mecanismos de compensación y negociación de los derivados.

Asimismo, la calidad y accesibilidad de datos se atisbaba ya entonces, como una cuestión relevante, que planteaba deficiencias en proceso de superación.

En el ámbito del *post trading*, la entrada decidida de la regulación a nivel europeo ha establecido un entero nuevo panorama para las ECC, los Depositarios Centrales de Valores (DCV) y los Trade Repositories, asumiendo una relevancia innegable el proceso de puesta en funcionamiento de T2S.

Los comentarios del Grupo de Consulta, permitieron atisbar consecuencias transversales de estas regulaciones en cuanto al perfil que se adivinaba ya para un intermediario que pudiera desarrollar su negocio en este nuevo escenario. Por ello, se optó por dedicar un apartado específico a ello.

En lo que toca a infraestructuras, también todas las regulaciones nuevas han requerido de ellas adaptaciones muy relevantes. La razón de dedicar un apartado específico a ellas, se debió a que el panorama de competencia y reordenación de estos centros esenciales en la negociación y post negociación de instrumentos financieros, es particularmente relevante y complejo a nivel de la UE, y planteaba aspectos específicos.

Por último, un problema extraído de los comentarios se centró también en el ámbito de los costes. Por la relevancia de este aspecto en los mercados, en el coste de financiación,



en la rentabilidad y potencial movilización de inversores y en los modelos de negocio, se consideró también que este era un aspecto transversal que merecía atención específica. En este Módulo se referencia este aspecto en cada uno de los apartados correspondientes, según corresponda.

Desde la elaboración de este Módulo del Observatorio 2018, el marco regulatorio y supervisor se mantiene esencialmente similar. Ello no quiere decir que no existan elementos nuevos a los que prestar atención en cuanto al marco general en que se desenvuelve el desarrollo de los mercados secundarios a nivel de la UE. Entre estos elementos relevantes, podemos señalar:

- La Comisión Europea se encuentra en proceso de revisión de determinados elementos relativos a pre y post transparencia, estructura de mercado, coste de datos y situación de CT (*Consolidated Tape*) de MIFID II/MIFIR conforme a lo establecido en la propia normativa. A tal efecto, por un lado, la propia Comisión Europea ha sometido a Consulta Pública determinados aspectos¹, y por otro, ESMA se encuentra actualmente en proceso de análisis y elaboración de asesoramiento a la CE, y ha hecho público el primer informe sobre el desarrollo de los precios en los datos pre y post negociación y sobre un *Consolidated Tape* para Renta Variable², ha sometido a consulta un informe de revisión sobre régimen de transparencia en renta variable³, otro sobre los Internaliza-

dores Sistemáticos en instrumentos que no son de renta variable⁴, y otro sobre el régimen de transparencia para instrumentos que no son de renta variable y la obligación de negociación para derivados⁵.

- Se han producido algunas reacciones de los reguladores con la finalidad de corregir lo que se han manifestado fallos de la regulación. En concreto, se ha incluido en la nueva regulación prudencial de las empresas de servicios de inversión el sometimiento de los Internalizadores Sistemáticos al régimen de *tick size* en Renta Variable⁶ y la posibilidad de realizar operaciones *large in scale* sin aplicar necesariamente el *tick size* solo si se ejecutan en el punto medio del *spread*⁷, y se ha mejorado la situación de entidades financieras y no financieras que tenían difícil acceso a Cámaras de Contrapartida Central con la aprobación del denominado EMR Refit⁸.
- ESMA ha realizado cambios para la mejora de la calidad de datos a través de la modificación de algunas características de la base de datos FIRDS, y adicionalmente a lo señalado más arriba, también se ha centrado en el análisis de los límites a posiciones en derivados sobre materias primas. Asimismo, ha realizado una *call for evidence* sobre Subastas Periódicas, ha publicado un informe sobre dicha *call for evidence*⁹ y

nism and the trading obligation for shares". ESMA70-156-2188.

⁴ *Consultation paper* de 3 de febrero de 2020 "MIFIR report on Systematic Internalisers in non-equity instruments" ESMA70-156-1757.

⁵ *Consultation paper* de 10 de marzo de 2020, "MIFID II/MIFIR review on the transparency regime for non-equity instruments and the trading obligation for derivatives".

⁶ Artículo 63 Reglamento 2019/2033, de 27 de noviembre de 2019.

⁷ Artículo 64 Directiva 2019/2034, de 27 de noviembre.

⁸ Reglamento 2019/834, de 20 de mayo de 2019.

⁹ Informe de 11 Junio 2019 | ESMA70-156-1035

¹ *Public consultation on the review of the MiFID II/MiFIR regulatory framework*.

² Documento de 5 Diciembre de 2019 | ESMA70-156-1606

³ *Consultation paper* de 4 de febrero de 2020 "MIFID II/MIFIR review report on the transparency regime for equity and equity-like instruments, the double volume cap mecha-



una Opinión de ESMA al respecto de las subastas periódicas, estableciendo determinados requisitos para su adecuado funcionamiento (en cuanto a transparencia y sometimiento a *tick size*).¹⁰

- Se han publicado opiniones y análisis de *think tanks*, asociaciones, reguladores y supervisores.¹¹ Si bien la finalidad del presente Módulo es realizar sus propias apreciaciones al respecto, estas opiniones y análisis publicados permiten también contrastar las impresiones y conclusiones del Módulo del Observatorio del 2018 y ayudan así también, a identificar mejor las cuestiones relevantes, las diferentes posiciones frente a ellas y las potenciales vías de actuación, en su caso.
- El tiempo transcurrido, por otro lado, permite medir la evolución natural de las cosas, aun cuando será necesario más tiempo para valorar los resultados de la nueva regulación en general, lo que, por un lado evidencia con más claridad el alcance de determinados efectos anticipados en el Observatorio de 2018, y por otro ratifica o bien limita, algunos que ya se atisbaban en él.

El elemento temporal es aquí muy relevante, por cuanto se pueden también pro-

ducir -como se señala más adelante- consecuencias que pueden no tener marcha atrás para determinados agentes.

- Por último, los avances y el estado de situación del proyecto de Unión del Mercado de Capitales¹² y los planteamientos para su desarrollo en el futuro¹³, así como el desenlace ya formal del proceso del Brexit¹⁴ continúan siendo elementos de referencia al respecto. Otras iniciativas a nivel de la UE -como la anunciada posible regulación de los cripto activos¹⁵ -no plantean cuestiones específicas en la actualidad, sin perjuicio de que puedan hacerlo en el futuro (como por ejemplo, la utilización de *tokens* en la financiación de pequeñas y medianas empresas¹⁶ o la integración de tecnología DLT (Distributed Ledger Technology) en los procesos de *post trading* y registro de valores¹⁷).

De acuerdo a todo lo anterior, en el presente trabajo se mantiene esta visión positiva de la regulación implementada, reconociendo, al tiempo, como se verá a

¹⁰ Opinión de 1 de octubre de 2019/ESMA70-156-1355

¹¹ Entre otros AFME (AFME response to the consultation of the German Federal Ministry of Finance on the experience and possible need for amendment with regard to MiFID2/R/ AFME Report: Finance for Europe – Building competitive, resilient and integrated financial markets), ICMA (MIFID II/R and the bond markets: the first year), Oxera (The design of equity trading markets in Europe), FCA (Multi firm review of research unbundling research), Reciente Plan de AMF, supervisor francés, para promocionar el análisis, Citigate Dewe Rogerson (Citigate Dewe Rogerson's 11th Annual IR Survey), To be or not to be...a public company. The growing de-equitisation crisis.QCA/Peel and Hunt Mid and Small Cap Survey”, y en España Sebastian Albella en la clausura del XXVI Encuentro del Sector Financiero.

¹² Como referencia, la publicada bienvenida de la Comisión Europea al voto final del Parlamento Europeo sobre los últimos elementos de la Unión del Mercado de Capitales, de 18 de abril de 2019, que se enumeran, y que está dando lugar a la correspondiente normativa.

¹³ El Consejo Europeo adoptó con fecha 5 de diciembre de 2019 determinadas conclusiones sobre la profundización de la Unión del Mercado de Capitales.

¹⁴ Donde ESMA y los reguladores y supervisores nacionales han sido particularmente activos en la preparación de los diferentes posibles escenarios (Decisión de ESMA de 29/05/19, sobre la anterior de 19/03/19, el reconocimiento de 3 CCP y el DCV británicos, el Plan Operacional de ESMA sobre Datos de 19/03/19, y a nivel español, el Real Decreto Ley 5/2019 y las Q&A de la CNMV).

¹⁵ La Comisión Europea tiene en vigor un proceso de consulta al efecto *On an EU framework for markets in crypto-assets*.

¹⁶ En este sentido, la OCDE ha publicado el Informe *OECD (2019), Initial Coin Offerings (ICOs) for SME Financing*.

¹⁷ Documento del Banco Central Europeo sobre *Distributed ledger technologies in securities post-trading*



lo largo del mismo, que no todos los efectos han sido positivos.

Así, se ha producido efectivamente una transformación del mercado y no siempre una mejora, y una parte de los participantes en el mercado han sufrido cambios muy importantes en su actividad, e incrementos de costes significativos.

- De todo ello se puede inferir que la nueva regulación no han sido simétrica al tamaño de las entidades afectadas y un exceso de regulación provoca un esfuerzo de adaptación cuya utilidad marginal es cada vez más pequeña, ahogando a las infraestructuras pequeñas/medianas que difícilmente pueden hacer frente al incremento de costes necesarios para adaptarse.
- El Grupo de Consulta entiende que las conclusiones del trabajo tienen que ser útiles. Por ello se mantiene en el trabajo también una mirada crítica, ya que en algunos temas las medidas implementadas han supuesto el efecto contrario al deseado, generando en ocasiones iliquidez con los consiguientes efectos negativos.

Teniendo, por tanto en cuenta todos estos elementos, el Grupo de Consulta considera relevante poner de manifiesto el presente análisis de la situación de los mercados secundarios a nivel de la UE, todo ello con el mismo enfoque práctico que dirigió el Módulo de 2018 y sobre la base de las conclusiones en él alcanzadas.

En concreto, se centra el presente Módulo en las siguientes materias:

- La estructura de los mercados, (con apartados dedicados a la renta variable, la problemática de los datos, la renta fija y la financiación de SME a través de los mercados).

- La implicación de la desagregación (*unbundling*) en la actividad de análisis.
- La situación en materia de *post trading*.
- El efecto sobre los intermediarios, y
- Una referencia específica al Brexit.

2. ESTRUCTURA DEL MERCADO

Es innegable que MIFID II/MIFIR han supuesto una alteración de las estructuras de mercado, como ya se puso de manifiesto en el Observatorio de 2018.

Allí se apuntaba que esta alteración ha afectado a los mercados de renta fija, renta variable, y derivados, teniendo implicaciones en los intermediarios, las infraestructuras y los costes. También, la nueva regulación del *post-trading* ha supuesto significativas alteraciones en este ámbito.

Con carácter general, se puede decir que las conclusiones apuntadas en dicho Observatorio se han manifestado acertadas y se puede apreciar una ratificación de las mismas.

En el Observatorio de este año, el Grupo de Consulta se centra en aquellos aspectos que a día de hoy merecen una mayor atención, a su juicio.

La fragmentación en los mercados fundamentalmente de renta variable y la “competencia” de éstos con el capital riesgo, últimamente muy activo, son dos elementos a resaltar, junto a la reducción del porcentaje de volumen que participa en los procesos de formación de precios.

Los mercados de renta fija manifiestan una mayor tendencia a la negociación electrónica¹⁸ -si bien no es una tendencia que se pueda ob-

¹⁸ ICMA: *MiFID II/R and the bond markets: the second year. An analysis of the impacts of MiFID II/R implementation in 2019, its challenges and potential solutions. December 2019.*



servar de forma similar en todo tipo de bonos al tiempo que presentan una menor liquidez especialmente en los activos menos líquidos.

En el ámbito de los derivados, una vez implementada la nueva regulación y aplicada la normativa sobre negociación y compensación en cámaras de contrapartida central, la reciente reforma del Reglamento EMIR ha venido a resolver alguna cuestión, como el difícil acceso a estas cámaras de determinadas entidades financieras y no financieras, y se encuentra en proceso de revisión la fijación de límites a las posiciones en derivados sobre materias primas.

Las infraestructuras se encuentran adaptadas a la nueva regulación, si bien en el ámbito de la negociación se observa una fuerte competencia y en el de la post negociación van a tener que adaptarse al nuevo régimen de disciplina en la liquidación exigido por el Reglamento de Depositarios Centrales de Valores. Por otro lado, siguen con el proceso de armonización operativa a nivel europeo así como un proceso previsible de consolidación. A esto se le añade el seguimiento que están realizando de las novedades tecnológicas, singularmente, las DLT.

Por otro lado, la calidad y coste de los datos, particularmente los relativos a las operaciones OTC sigue siendo un problema de primer orden, como veremos.

A continuación se exponen brevemente los aspectos más destacados.

2.1. MERCADOS SECUNDARIOS DE RENTA VARIABLE

Los cambios legislativos introducidos por MIFID II/R tenían un triple objetivo: mayor transparencia en la negociación, una formación más eficiente de los precios y la devolución a los centros de ejecución de la operativa

negociada fuera de ellos (OTC y *broker crossing networks* -BCNs-). Sin embargo, dos años después de su aplicación no se han conseguido materializar esos objetivos.

Por otro lado, por lo que respecta a la operativa de intermediación, se confirma lo apuntado en el Observatorio del 2018, en cuanto a la extensión de la utilización de mecanismos de enrutamiento inteligente de órdenes (SOR o Smart Order Routing) para la aplicación del principio de mejor ejecución, lo que lleva un elevado volumen de negociación a pocos *brokers* de gran tamaño en perjuicio de intermediarios medianos o pequeños.

Dos de los efectos de MiFID II han sido, en general, la atomización de la liquidez y el debilitamiento de los procesos de formación de los precios de los activos financieros, derivados de la aparición de múltiples plataformas de negociación de instrumentos, cada una con sus propias características (plataformas formadoras de precios, no formadoras de precios, transparentes, opacas, multilaterales, bilaterales...) ¹⁹, y del elevado volumen de la negociación de operaciones fuera de mercado (OTC e *Internalizadores Sistemáticos*). Los mercados transparentes basados en negociación multilateral con un libro centralizado, por ejemplo, han pasado de negociar casi el 40% del volumen total en enero de 2018 (entrada en vigor de MiFID II / MiFIR), a un 33% en septiembre de 2019.

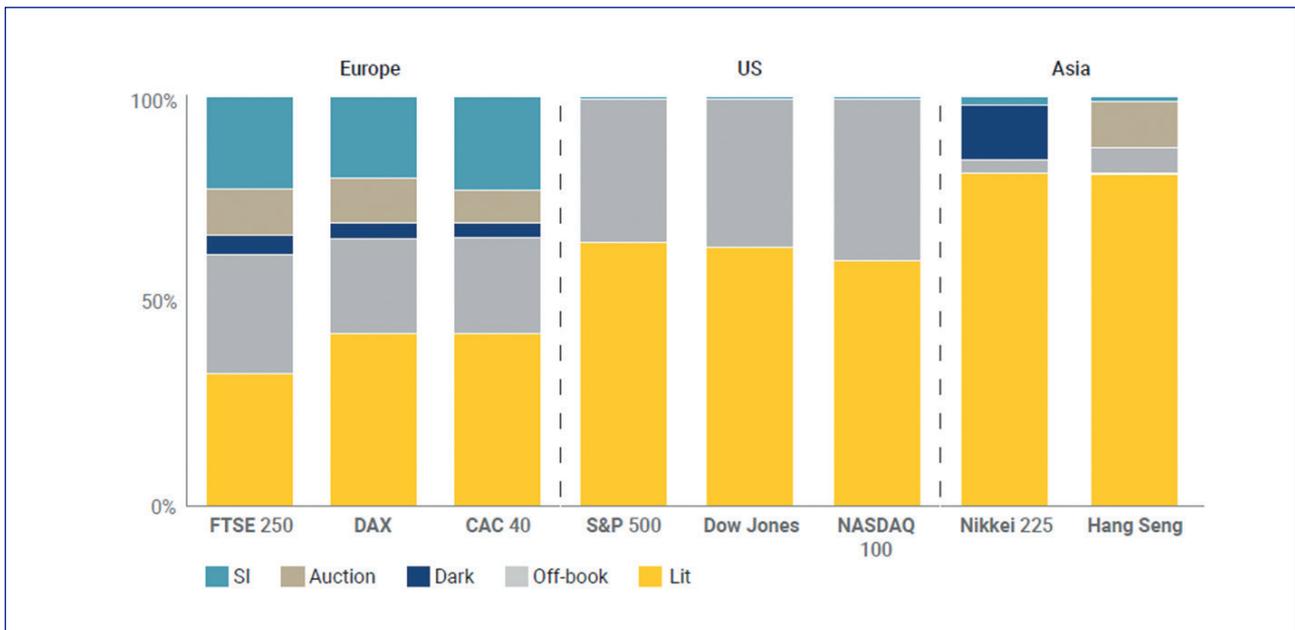
A ello hay que añadir que se pone de manifiesto una significativa dependencia de los sistemas alternativos de negociación respecto

¹⁹ Así, en noviembre de 2019, en conjunto, el mercado financiero europeo, conforme a datos del registro de ESMA, contaba con:

- 136 Mercados Regulados (RM).
- 222 Sistemas Multilaterales de Negociación (MTF).
- 80 Sistemas Organizados de Negociación (OTF).
- 211 *Internalizadores Sistemáticos* (IS).



Equity trading market share in year 2018



Source: Fidesa Fragmentation Index

Note: "Lit" indicates trades executed on-book. "Off-Book" indicates trades executed OTC and reported to one of the reporting venues. "Dark" trades executed on a dark pool where the orders are not visible pre-trade. "SI" indicates trades executed by a Systematic Internaliser.

de los precios formados en los mercados regulados.²⁰

Si nos fijamos en la renta variable, es muy llamativo hasta qué punto está fragmentado el mercado europeo comparado con los mercados norteamericano y asiático, así como el hecho de que más del 50% del volumen contratado se hace a través de sistemas poco transparentes que no contribuyen a la formación de precios con carácter previo a la negociación como son los Internalizadores Sistemáticos, los *Dark Pools* o el mercado OTC.

Otro elemento llamativo es el porcentaje de operativa que se realiza a través de ISs, una

operativa que era marginal antes de la entrada en vigor de MiFID II. Junto a otros elementos, a ello ha podido contribuir la introducción del Mecanismo de Limitación de Volumen (*Double Volume Cap*) en MiFIR así como ciertas imprecisiones de la regulación (alguna ya corregida como en el Reglamento 2019/442²¹). Los Internalizadores Sistemáticos (IS), figura diseñada para absorber la negociación opaca, están realizando de hecho, de acuerdo con los datos de FESE, órdenes por debajo del tamaño estándar de mercado (*standard market size – SMS*). Además, en órdenes de gran volumen, superiores al umbral legal (*large in scale – LIS*),

²⁰ Como ejemplo relevante, el 16-Ago London Stock Exchange (LSE) sufrió una interrupción técnica de negociación y el mercado no abrió hasta las 09:40 am. El volumen intradiario en ese mismo tramo cayó un 99% en los centros alternativos (Aquis, CBOE, Turquoise), y los spread aumentaron. Fuente Tabbforum.

²¹ Reglamento Delegado (UE) 2019/442, de la Comisión de 12 de diciembre de 2018, por el que se modifica y corrige el Reglamento Delegado (UE) 2017/587 para especificar el requisito de que los precios reflejen las condiciones imperantes en el mercado y actualizar o corregir determinadas disposiciones.



ejecutan un volumen significativo a precios alejados del punto medio de la horquilla.

Por otro lado, como se ha comentado, la aplicación del mecanismo de limitación de volumen (*double volumen cap* o DVC) destinado a corregir los efectos adversos del régimen de transparencia, ha contribuido también al desplazamiento de la negociación a los IS y a las subastas periódicas cuyo peso es superior al esperado y también pretendido por la regulación. Las conclusiones tras estos dos años, son que el mecanismo de DVC requiere de alguna revisión y en esa línea se orienta el documento recientemente sometido a consulta por ESMA, al proponer reformas parciales del mismo.

Por lo que respecta a la reacción regulatoria y supervisora ante estas realidades, como hemos apuntado más arriba, las nuevas medidas regulatorias que obligan a los IS a someterse al *tick size*, y la Opinión de ESMA sobre subastas periódicas, que establece que éstas tengan que ser anunciadas cuando se activen y que el régimen de *tick size* se aplique también a estos sistemas (salvo que tengan consideración de operaciones que no contribuyen a la formación de precio conforme a los artículos 4,1,a) y 4,1,b (i) de MIFIR), son ejemplos de reacciones positivas desde los reguladores y supervisores, cuyo efecto habrá que ir calibrando.

Asimismo, se están revisando otros aspectos, tales como el incremento de volumen en los períodos de subasta de cierre que alcanzan, en media, un 20% de la negociación total. Las razones por las que la negociación se concentra en este período de la sesión pueden estar relacionadas con: (i) la proliferación de la gestión pasiva en un entorno de presión en costes (incluido el desarrollo de la industria de ETF), (ii) el efecto propio de la retro-alimentación (liquidez llama a liquidez), (iii) la fragmentación hace que la poca liquidez esté muy repartida durante el transcurso de la sesión y ante esa “iliquidez” en cada uno de los centros los

operadores prefieran acudir a la subasta para asegurarse la ejecución de sus órdenes (proliferación de las órdenes *market-on-close*).

También existe discusión sobre la introducción de sistemas de ralentización de órdenes (*speedbumps* o *anti-latency mechanisms*) lo que ha sido objeto de discusión en el seno de ESMA, realizando un seguimiento de las diferentes opciones desde el punto de vista del impacto en la calidad e integridad del mercado (ejemplos de aplicación asimétrica, desventaja para el HFT, liquidez aparente). El alto nivel de inversión preciso para los desarrollos tecnológicos necesarios es también un reto a este respecto. Todo ello también dentro de la evaluación de los mecanismos que pueden llevar a que los operadores tengan mayor incentivo de negociación en mecanismos sin transparencia o con menor pre transparencia.

Por último, el mencionado documento sometido a consulta por ESMA acerca de la transparencia en los mercados de renta variable²² propone una revisión que somete a consulta pública de varias de estas cuestiones, específicamente del régimen de excepciones al régimen de transparencia (*waivers*) del funcionamiento del DVC y de la obligación de negociación de acciones en centros de negociación o IS.

En conclusión, se observa que la evolución de la estructura de mercado desde el punto de vista de fragmentación en la negociación en los diferentes ámbitos de ejecución y dentro de los mismos, desde el punto de vista del modo de negociación (*lit, dark*) no está significando que haya más liquidez que contribuya de forma previa a la negociación a la formación de precios.

Se han tomado algunas medidas tanto a ni-

²² Consultation paper de 4 de febrero de 2020 “MIFID II/ MIFIR review report on the transparency regime for equity and equity-like instruments, the double volume cap mechanism and the trading obligation for shares”. ESMA70-156-2188.



vel regulatorio como supervisor para corregir los efectos puestos de manifiesto, y se proponen por ESMA algunos adicionales, sometidos ahora a consulta pública, dentro del proceso de revisión de MIFID II/MIFIR.

Todo ello perfila un panorama en el que se puede decir que la ordenación de la negociación en la renta variable es un trabajo, hoy, en curso de revisión y ajuste.

2.2. INFORMACIÓN Y DATOS EN RENTA VARIABLE

La multiplicidad de sistemas de negociación y de proveedores de liquidez, han puesto más de relieve si cabe, la importancia de que los operadores, inversores y también los supervisores, puedan tener el acceso adecuado a datos de calidad a un coste razonable.

Esto es igual de relevante en los mercados de Renta Variable y de Renta Fija. Por ello, algunas de las consideraciones que se hacen a continuación pueden resultar de aplicación a ambos mercados.

No obstante, los mercados de renta variable presentan algunas particularidades diferentes al tratarse de instrumentos típicamente negociados en sistemas de negociación centralizados y multilaterales, a diferencia de renta fija y derivados que tienen una proporción significativa de negociación fuera de mercados organizados (*over the counter* u OTC) y bilateral.

En el Observatorio de 2018 ya se apuntaban algunas deficiencias en relación con el acceso a datos, tanto pre negociación como post negociación, así como la labor desarrollada desde ESMA para procurar la mejora de la calidad de los mismos.

Sin embargo, la calidad de los datos sigue siendo un problema, especialmente en lo que se refiere a la información de la operativa de Internalizadores Sistemáticos y OTC, como re-

fleja el informe de ESMA sobre la evolución de los precios de la información²³, publicado en diciembre de 2019, a lo que se ha añadido una amplia discusión acerca de su accesibilidad y coste.

Veamos los términos en que el Grupo de Consulta evalúa la situación actual de estos temas.

a) Calidad de los datos

La mejora de la transparencia a través de los distintos agentes se ha encontrado con obstáculos probablemente no previstos inicialmente por los reguladores.

Tras más de dos años desde la entrada en vigor de MiFID II, las entidades siguen teniendo problemas para comunicar en tiempo y forma las operaciones a un APA (Agente de Publicación Autorizado) sobre todo en lo que se refiere a la identificación de los marcadores correctos de cada operación (los *flags* indican características específicas de la operación, i.e. si el instrumento no es líquido, si la operación es de gran volumen, etc.) así como en la determinación de qué parte de la operación (i.e. comprador o vendedor) tiene la obligación de reportar la operación a pesar de tratarse de criterios recogidos en la norma.

Los APA, por su parte, se han encontrado con serias limitaciones a la hora de establecer controles efectivos sobre la información recibida, ya que en la mayoría de casos solo es posible comprobar aspectos tales como que los precios no están alejados de los niveles de precios observados en el mercado, que los campos no están en blanco o que los *flags* reportados no son incompatibles entre sí, lo que pone de manifiesto, entre otros aspectos, la magni-

²³ MiFID II/MiFIR Review Report No. 1 on the development in prices for pre- and post-trade data and on the consolidated tape for equity instruments (ESMA70-156-1606).



tud del problema de calidad de los datos de la operativa *over the counter* y de Internalizadores Sistemáticos.

El resultado de todo ello es que frecuentemente la información es remitida a los APA a destiempo por las entidades obligadas, lo que consecuentemente, repercute en la puntualidad de la publicación de esa información por los APA; suele adolecer de errores, en ocasiones es difícil de obtener y, en algunos casos, está duplicada porque ambas partes de la transacción han reportado los detalles de la operación a un APA distinto.

A ello cabe añadir que las obligaciones en materia de publicación de operaciones han contribuido a generar gran confusión en relación con la distribución de los volúmenes de mercado y la cuota de mercado de contratación de cada centro de negociación. Diferentes distribuidores de información y agregadores de datos están publicando diferentes cuotas de mercado en función de que se incluyan o no los nuevos tipos de operaciones que antes no se reportaban, o lo hacían de forma diferente, como por ejemplo los volúmenes de las operaciones que se reportan a los APAs procedentes de IS y otra operativa OTC.

El objetivo común de disponer de datos de calidad, por tanto, se plantea como exigente en términos de tiempo y recursos.

b) Accesibilidad de los datos

Ante el elevado volumen de negociaciones que se lleva a cabo fuera de los mercados regulados, la dificultad de acceder a la información sobre tales operaciones y la baja calidad de dicha información, el regulador consideró de vital importancia homogeneizar y ampliar las obligaciones informativas de entidades de servicios de inversión en su operativa ejecutada fuera de centros de negociación.

Para tal fin, MiFID II introdujo, entre otras

medidas, la figura del Proveedor de Servicios de Suministro de Datos (PSSD ó DRSP por sus siglas en inglés), que incluye tres tipos de entidades distintas: el Agente de Publicación Autorizado (APA), el Sistema de Información Autorizado (SIA) y el Proveedor de Información Consolidada (PIC ó Consolidated Tape Provider, o CTP por sus siglas en inglés). Mientras que el SIA tiene como objetivo canalizar la información de la operativa (ya sea de mercados o fuera de ellos) a los supervisores (i.e. comunicación de operaciones o *transaction reporting*) los APA y CTP deben dar publicidad a la información de la operativa OTC a efectos de transparencia. Más concretamente, a través de los APA se publican las operaciones OTC y las realizadas por IS tan pronto como sea posible, con la finalidad de equiparar la transparencia que tienen las operaciones ejecutadas en los centros de negociación con las ejecutadas fuera de los mismos. Adicionalmente, los APAs también sirven para publicar las cotizaciones en firme de los Internalizadores Sistemáticos. A la fecha de redacción del presente trabajo, hay 22 entidades a nivel europeo que ofrecen servicios de APA, tal y como recoge el registro oficial de ESMA.²⁴

Como ya se ha mencionado anteriormente, otra de las figuras de los Proveedores de Servicios de Suministro de Datos (DRSP) es la de los Proveedores de Información Consolidada (CTP), entidades que consolidan en un único flujo de datos la operativa completa del mercado europeo, tanto la llevada a cabo en centros de negociación como OTC, siguiendo el concepto de la Consolidated Tape (CT) de EEUU o Canadá.

Sin embargo, tras más de dos años de la entrada en vigor de MiFID II no hay ninguna

²⁴ https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_upreg



entidad autorizada como Proveedor de Información Consolidada.

ESMA ha reaccionado a esto en su informe, antes mencionado, “*On the development in prices for pre- and post-trade data and on the consolidated tape for equity instruments*”. En concreto, ESMA propone la creación de una CT en tiempo real, si bien es consciente de que requerirá incrementar la calidad actual de los datos y que es un proyecto que llevaría años implementar.

Las razones de la actual ausencia de una CT son múltiples, pero todas tienen su raíz en las diferencias estructurales que existen entre el mercado europeo y los mercados donde a día de hoy opera una CT, tales como el mayor número de centros de negociación (170 centros de negociación de renta variable en Europa²⁵ frente a los 17 que hay en EE.UU) o las diferencias en determinados aspectos de la regulación.

Entre estas últimas, destacan las diferencias en la normativa respecto a lo que se conoce como “mejor ejecución”. Así mientras en EE.UU. la obligación de mejor ejecución se basa únicamente en la obtención del mejor precio para el cliente y la CT es el medio del que se valen las entidades para cumplir con dicha obligación, en Europa, además de considerarse el precio del instrumento financiero, se tienen en cuenta otros factores adicionales tales como los costes, la rapidez, la probabilidad de ejecución y de liquidación, el volumen o la naturaleza de la orden, de forma que la publicación de precios a través de una CT no resultaría suficiente para garantizar el cumplimiento de las obligaciones de mejor ejecución de las entidades en el marco regulatorio europeo.

Una CT europea tampoco serviría para tomar decisiones de contratación, ya que la recepción, el tratamiento y la consolidación de

la información proveniente de un número tan elevado de fuentes de datos de mercado llevaría tiempo e implicaría un incremento en la latencia (i.e. el tiempo que tarda el sistema en recibir, procesar y difundir la información) lo que la haría inservible para la negociación en los mercados por aquellas entidades que requieren unos exigentes niveles de latencia en su operativa.

A la luz de los escasos usos previsibles de una CT, los limitados ingresos que ésta recibiría, las cuantiosas inversiones necesarias para implementar el sistema desde una perspectiva tecnológica y sus costes operativos, no es de extrañar que a la fecha ninguna entidad se haya postulado para operar como CTP, por no mencionar el estricto y detallado grado de regulación previsto en el marco normativo a este respecto lo que debilita, aún más si cabe, la viabilidad comercial de esta figura.

Los mercados regulados, a través de FESE, han sugerido la posibilidad de relajar los requisitos de la CT y permitir que sea un “*tape of record*”, es decir, un sistema que consolide y difunda al cierre de mercado la información de todas las operaciones acaecidas durante el día²⁶. Esta configuración permitiría a su juicio, la viabilidad del CTP por varios aspectos:

- Los costes de operación e integración de la información serían una fracción mínima de los costes de una CT de tiempo real, al tratarse de información consolidada y difundida al final del día.
- Incluiría más información que una CT de tiempo real, ya que podría incluir operaciones que se han diferido hasta el final

²⁵ Fuente FESE.

²⁶ FESE Response to the ESMA consultation on the cost of market data and consolidated tape. September 2019. https://fese.eu/app/uploads/2019/09/190906-Response-to-the-ESMA-consultation-on-the-cost-of-market-data-and-consolidated-tape_1.pdf



del día (e.g. operaciones de gran tamaño, de instrumentos ilíquidos, etc.).

- La información a fin de día se podría emplear, al igual que la información en tiempo real, para realizar comprobaciones relacionadas con la normativa de mejor ejecución. Por lo general, las entidades no realizan estas comprobaciones en tiempo real, las suelen hacer al fin de cada sesión, por lo que una *tape of record* sería una fórmula mucho más eficiente para este cometido.
- Sería más sencillo alcanzar una cobertura del 100% de instrumentos, ya que no dependería de que cada entidad desarrollase sus propios sistemas de entrega de información en tiempo real, sistemas que están sujetos a actualizaciones constantes y un mantenimiento mucho más costoso, sino que bastaría con el envío, al cierre del mercado, de un fichero con todas las negociaciones de la sesión.

Si finalmente se optase por una CT en tiempo real, ésta solo sería viable cambiando la normativa actual (tanto de Nivel I como de Nivel II) ya que conseguir una consolidación real y de calidad requiere un esfuerzo armonizador del reporte de información y eso conllevaría cambios en la actual forma de reportar de los centros de negociación y las APA, más allá de la exigencia actual.

Asimismo, se requeriría que el uso de dichos datos por parte de las empresas de servicios de inversión fuesen obligatorios como ha señalado ESMA en su ya referido informe sobre la evolución de los precios de mercado y del CTP publicado el 5 de diciembre de 2019.²⁷

²⁷ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/mifid_ii_mifir_review_report_no_1_on_prices_for_market_data_and_the_equity_ct.pdf

ESMA, en este sentido, y tras su proceso de consulta, expone qué elementos son necesarios para la creación y el adecuado funcionamiento de una CT, que considera tendría efectos muy positivos, en caso de establecerse finalmente.

c) Coste de los datos

Con el fin de limitar los costes de la compra de datos para los participantes en el mercado, MiFIR introduce el concepto de “Condiciones Comerciales Razonables” (CCR ó RCB, por sus siglas en inglés), que supone, entre otros aspectos, la obligación para los centros de negociación y los ya mencionados PSSD: (i) de publicar en sus webs los contenidos de sus productos de información y los costes incurridos en su generación; (ii) de difundir la información de manera no discriminatoria; (iii) de ofrecer los servicios de información de manera desagregada; (iv) de disociar los servicios de información de otros servicios ofrecidos por la entidad (e.g. contratación, conectividad, etc.); (v) así como de establecer unas tarifas basadas en el coste de producción y divulgación de los datos incluyendo, además, un margen razonable, concepto que plantea un cierto grado de ambigüedad.

En este aspecto, es importante destacar lo difícil que resulta separar los costes de contratación de los costes de generación y difusión de información, pues ambas actividades son lo que en microeconomía se conoce como productos conjuntos (*joint products*), es decir son resultado de un proceso conjunto que produce contratación y difusión a la vez, siendo imposible generar uno sin producir el otro.

Tras la entrada en vigor de MiFIR, a pesar de que las normas de Condiciones Comerciales Razonables se han cumplido en la mayoría de los casos, ciertos participantes han manifestado su dificultad para comparar entre las distintas fuentes las metodologías de costes y



las tarifas, así como su descontento por los elevados costes en que incurren por el acceso a la información de mercados, llegando algunas voces a pedir el establecimiento de controles o intervención pública de los precios en el área de los datos de mercado.

Asimismo, algún estudio afirma que la separación de coste de *trading* y de disponibilidad de datos puede haber llevado a (i) una competencia muy importante en reducir los primeros, para atraer volumen y (ii) probablemente encareciendo el segundo que el estudio califica de “monopolístico”, ya que los datos de un mercado solo los origina ese mercado.²⁸

No obstante, otros autores han criticado el aludido estudio por basar sus conclusiones en el efecto que las tarifas actuales tienen sobre un tipo de usuario que dista de aquél que el legislador tenía en mente a la hora de concebir el régimen de CCR.²⁹

Ante tales manifestaciones, la respuesta de los centros de negociación y, especialmente, de los mercados regulados ha sido la siguiente:³⁰

- Los ingresos por difusión de información de los mercados regulados europeos apenas han crecido un 1% anual en términos reales en el período 2012-2018 (230M€ en 2012 vs. 245M€ en 2018).
- Las tarifas de acceso a la información de los centros de negociación no son más que una parte de la cadena de valor de la información financiera y suponen sólo

el 15% del coste que paga el cliente final. El 85% restante, correspondiente a otros intermediarios (proveedores de datos, de software, de conectividad), no se analiza porque está fuera del alcance de perímetro de MiFID II.

- El incremento del gasto en usos *non-display* (e.g. uso de la información por parte de sistemas informáticos, para crear índices, etc.) que han reportado los participantes de mercado simplemente refleja la tendencia del mercado a un menor uso de la información a través de pantallas (hay menos *traders*) y un uso *non-display* más intensivo (hay más *black boxes*, sistemas de Inteligencia Artificial (IA), etc.).
- El control de precios por parte de un regulador se ha dado en casos muy particulares en Europa, en sectores en los que hay una evidente falta de competencia o fallos de mercado, condiciones que no se cumplen en el sector financiero europeo, por lo que una intervención de este tipo sería desproporcionada e injustificada.
- La negociación transparente debe ser la norma y no la excepción y existe el riesgo de que una mayor regulación de la difusión de información desincentive la operativa en centros de negociación multilaterales y transparentes.

Como se ha evidenciado, hay posiciones contrapuestas a este respecto, habiendo reaccionado tanto ESMA como las autoridades nacionales a fin de intentar orientar en la forma de aplicar el marco normativo vigente, la previsible revisión del mismo y prever posibles nuevas líneas de actuación regulatoria en este ámbito.

Así, por un lado, como ejemplo, han llevado a cabo un esfuerzo coordinado por asegurar el cumplimiento de las obligaciones de

²⁸ Ambos aspectos se recogen en el informe denominado *Pricing of market data: a report commissioned by the Danish and Swedish Securities Dealers Associations 28 November 2018 (the “Copenhagen Report”).*

²⁹ Reg Pritchard. Rights Management Associates. <https://tabbforum.com/opinions/esma-and-market-data-fees-we-need-to-talk-about-value/>

³⁰ La Federación Europea de Bolsas publicó el *FESE non-paper on market data services. A rebuttal to the Copenhagen Economics Report “Pricing of market data”*.



dar acceso a la información con 15 minutos de retraso con carácter gratuito. Por otro lado, ESMA ha publicado el reiterado Informe nº 1 de los que debe remitir a la Comisión Europea dentro del proceso de revisión de MIFID II/R, en el que plantea que la regulación establezca como base del precio de los datos, el coste de los mismos, descartando la intervención de los precios de venta de éstos³¹, si bien propone ahondar en prácticas armonizadas, previendo que ESMA realice recomendaciones al respecto, que permitan incrementar el uso y comparabilidad de la información facilitada sobre el coste de datos.

2.3. MERCADO DE RENTA FIJA

Los problemas de calidad y accesibilidad señalados en el apartado anterior se dan también en el ámbito de la Renta Fija. A ello hay que añadir que la creación de una *Consolidated Tape* en Renta Fija resulta aún más complicada que en el caso de la Renta Variable, por la mayor diversidad de fuentes y heterogeneidad de datos disponibles.

Por otro lado, se percibe un notable incremento de los costes, consecuencia de la nueva regulación.

Sigue habiendo muchas dudas sobre la calidad de los datos en el área de la renta fija donde la gran diversidad de las fuentes complica la recepción, manipulación y acceso a los mismos incluso para los valores líquidos.

Un elemento relevante, que ya se apuntó en el Observatorio de 2018, es que para los valores líquidos los operadores consideran que la información de que disponían previamente a la implantación de MIFID II/R era suficiente

y por ello respecto de estos valores no se ha puesto de manifiesto una carencia de datos relevante. Podría decirse que en este ámbito MIFID II/R no se ha sentido como necesaria.

Es en el ámbito de valores menos líquidos y particularmente en el mercado de bonos corporativos donde más se ha sentido la falta de disponibilidad de datos de calidad, lo cual afecta al desarrollo de su función por parte de los creadores de mercado. Esto está afectando y puede afectar más en el futuro a la liquidez de estos bonos menos líquidos -respecto de los que resulta más complicado acreditar la mejor ejecución en los términos exigidos por MIFID II/MIFIR- lo que implica un efecto no deseable de la regulación.

A esto se añade que los datos que publican los centros de negociación sobre mejor ejecución tampoco están siendo de utilidad para los operadores.

A falta de datos fiables y que reflejen la totalidad de la negociación, no es posible acreditar el cumplimiento de este principio y este riesgo lleva a operar menos en estos valores.

Por otro lado, si bien se aprecia un cierto desplazamiento de la operativa de Renta fija hacia escenarios de negociación en mercados, con mayores grados de transparencia, se considera que este desplazamiento debería ser mayor y que deben buscarse mecanismos que permitan un acceso sencillo y lo más centralizado posible a los datos reales de las transacciones que se realizan -hoy- en muy diferentes sistemas, centros de liquidez y mecanismos de negociación.

La consecución de la mejor ejecución está planteando dificultades específicas ya que las plataformas de negociación tampoco pueden garantizar el mejor precio del mercado, dada la fragmentación en centros de negociación y dado que no se reflejan adecuadamente otros elementos tales como los costes de negociación o la calidad de la liquidación.

³¹ ESMA 70-156-1606, de 5 de diciembre de 2019 - MiFID II/MiFIR Review Report No. 1 *On the development in prices for pre-and post-trade data and on the consolidated tape for equity instruments.*



La integración de las distintas fuentes de datos es, por tanto, una asignatura pendiente para la mejora de la calidad de los mismos, y lo cierto es que el tamaño de la transformación es tan importante que se hace muy grande el reto de la labor supervisora y reguladora para garantizar la calidad, idoneidad y transparencia de los datos recogidos.

Por último, como ya se expuso en el Observatorio del año 2018, la reforma regulatoria ha pretendido tratar de forma similar a diferentes tipos de clientes. Sin embargo, parece más adecuado separar los distintos tipos de clientes, ya que se trata de realidades económicas muy diferentes, donde los volúmenes de las operaciones y, por tanto los precios, no pueden ser referencia para operaciones de distinto tamaño.

2.4. MERCADOS Y FINANCIACIÓN DE PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS.

La economía europea depende en gran medida de la financiación bancaria. La última crisis financiera ha puesto de manifiesto la necesidad de fortalecer el capital en acciones y aumentar la diversificación de la financiación ajena del sector corporativo en Europa, como forma de tener un sector privado resistente y capaz de adaptarse de forma rápida y flexible a los nuevos retos que se presentan, especialmente en relación a la competencia global, al cambio climático y a la transformación digital.

Los mercados públicos -entendidos como centros de negociación organizados- tienen un papel esencial en la creación de riqueza para la sociedad.

Sin embargo, en las últimas dos décadas las salidas (IPOs y OPVs) tanto a Bolsa como a Mercados para pequeñas y medianas empresas en crecimiento, se han venido reduciendo, ya sea en términos de número de operaciones

corporativas o de volumen de capital conseguido en las operaciones de colocación (IPOs).

Ya en el año 2015 el *IPO Task Force* de la Federación Europea de Bolsas señaló que la reducción en el número de salidas se debía a que pequeñas y medianas compañías no están pudiendo optar al mercado. Las salidas a Bolsa seguían en parte funcionando para grandes compañías, pero estaban siendo cada vez menos atractivas para empresas de pequeño y mediano tamaño. La situación se ha agravado en los últimos años porque cada vez menos compañías medianas y pequeñas, y también grandes, optan por incorporarse a los mercados públicos de acciones³², ya sean mercados regulados o alternativos. Dado que los mercados bursátiles siguen creciendo en términos de capitalización las empresas cotizadas son en términos generales cada vez más grandes.

Las salidas a Bolsa dependen de un ecosistema complejo de numerosos agentes. Tradicionalmente, varios jugadores que constituyen el ecosistema de *brokers*, bancos, analistas, auditores, etc. se han unido para servir a empresas y hogares de distintas formas que sirvan a la economía en general.

Todo ello implica costes, por un lado, y exigencias regulatorias por otro. Dentro del proyecto de la Unión de Mercado de Capitales se han hechos esfuerzos en reducir estos últimos, particularmente procurando exigencias más ligeras en el ámbito del folleto informativo y del régimen de abuso de mercado.

Otro motivo esencial por el que las salidas a Bolsa se han reducido ha sido la creciente disponibilidad de fuentes alternativas de financiación. Un importante desarrollo de los últimos años ha sido la posibilidad de conseguir enor-

³² El informe de Peel Hunt y QCA denominado "To be or not to be...a public company. The growing de-equitisation crisis. QCA/Peel and Hunt Mid and Small Cap Survey" pone cifras en Reino Unido a esta realidad.



mes cantidades de dinero de forma privada, algo que antes no hubiera sido posible fuera de los mercados públicos.

Tradicionalmente, los fondos de capital riesgo y *private equity* eran un paso anterior al momento en que una empresa salía a los mercados. Sin embargo, en los últimos años esta situación ha cambiado y las operaciones de colocación privada han crecido sustancialmente en tamaño y facilidad de acceso de forma que compiten con los centros de negociación organizados.

Si los mercados públicos están abiertos a los inversores individuales y a que estos se beneficien del crecimiento de las empresas, los mercados privados están abiertos a menos participantes, donde los inversores minoristas no tienen acceso.

De alguna manera, las salidas a Bolsa permiten que las empresas financien su expansión y por tanto, favorezcan la creación de empleo.

Por otra parte, las compañías en mercados públicos están sujetas a unas reglas, exigidas tanto por la regulación como por las propias normas de funcionamiento de la Bolsa, que por supuesto, no se aplican a las compañías privadas.

Son en parte, estos requerimientos normativos que se exigen a las empresas para salir al mercado los que se han incrementado sustancialmente en los últimos años. Y esta situación supone una barrera por la que las empresas pueden elegir la opción de mantenerse en el mercado privado, donde no tienen la misma exigencia normativa, y de esta manera mantenerse al margen del escrutinio público y de las nuevas exigencias del gobierno corporativo.

En este sentido, Peel Hunt y QCA señalan que durante el ejercicio 2019 se ha evidenciado un proceso de “*de-equitización*” en Reino Unido, achacable en parte a los requisitos regulato-

rios incidiendo de manera apreciable el nuevo régimen de MIFID II.³³

La falta de una cultura de inversión en mercados en Europa es también una barrera a la hora de desarrollar el ecosistema de salidas al mercado de pequeñas y medianas empresas. Muchos de los gestores de empresas tienen el concepto erróneo de que podrían perder el control de la compañía cuando abran su estructura accionarial. Así como ver debilitada la competitividad de la empresa cuando se apliquen unas normas de transparencia propias de una compañía cotizada.

No obstante, la financiación vía mercados públicos puede preservar el crecimiento independiente de una empresa y permitir a los accionistas originales mantener el control; y la transparencia de la empresa incrementa la confianza y construye su marca y reputación.

Adicionalmente, los mercados acreditan una referencia de precio que no existe en las inversiones privadas. Este es un elemento esencial de confianza para los inversores en caso de querer salir de su inversión.

Es preciso un programa a nivel europeo que resalte estos beneficios. Los componentes de un programa exitoso incluirían: liquidez para los inversores, confianza y participación (incluyendo acceso a mercados) e incentivos regulatorios (y la eliminación de desincentivos burocráticos).

En este sentido, se observa que las exigencias normativas en materia de comercialización de productos – reforzadas por MIFID II- pueden, en la práctica, retraer la comercialización de acciones o bonos con niveles de riesgo y liquidez propios de estos valores, limitando la participación de clientes minoristas.

A ello se suma el desincentivo que significa

³³ “*To be or not to be... a public company. The growing de-equitisation crisis. QCA/Peel and Hunt Mid and Small Cap Survey*”.



el alto nivel de litigiosidad que se observa para los intermediarios en relación con potenciales inversiones que involucran a inversores minoristas cuando se trata de valores poco líquidos, con mayores elementos de riesgo.

La nueva presidenta de la Comisión Europea ha anunciado que lanzará una estrategia para SME que se centre en el acceso a mercados de capitales. Ha anunciado la creación de un fondo público-privado especializado en salidas a Bolsa para la pequeña y mediana empresa, con una inversión inicial de la Unión que puede ser complementada por inversores privados.

Esta situación animaría a nuevos intermediarios y redes de intermediarios, a inversores que decidan coinvertir y suscitaría interés entre empresas que estén en la fase inmediatamente anterior a la salida a Bolsa. Si esta iniciativa tiene éxito, la propuesta podría cambiar la liquidez disponible para pequeños emisores y crear un ecosistema diferente.

Este tipo de iniciativas o similares, ya se han puesto en marcha en determinados jurisdicciones. Así, iniciativas en Reino Unido (Venture Capital Trust (VCT), Enterprise Investment Scheme (EIS)), Francia (Fonds Communs de Placement a Risques (FCPR), Plan d'Espargne en Actions destiné au financement del PME et ETI (PEA-PYME)) e Italia (Piani Individuali di Risparmio (PIR)) están teniendo un impacto apreciable y cuentan con beneficios fiscales, muy importantes dentro del proceso de fomento de la financiación, crecimiento y salida a mercado de SME.

El Grupo de Consulta considera que este tipo de iniciativas son muy adecuadas y debería explorarse su implantación en España.

3. ACTIVIDAD DE ANÁLISIS

Se confirman, con carácter general, las con-

secuencias del *unbundling* en la actividad de análisis que ya se apuntaron en el Observatorio de 2018.

Así, se ha producido una reducción en el número de entidades que realizan análisis de entidades y valores líquidos, y se observa una reducción de la atención prestada a los emisores más pequeños.³⁴

Por lo que respecta a la cobertura de análisis de emisores con acciones líquidas, algunas grandes gestoras han interiorizado y asumido el gasto, sin repercutirlo a sus fondos o carteras gestionados.

Esto plantea dos cuestiones. Por un lado, ha implicado menores presupuestos y una reducción del dinero dedicado al análisis. No hay una percepción clara en este momento del efecto que ello tenga en la calidad del mismo y su posible proceso de *commoditización* - y, por tanto, en la calidad de las decisiones de inversión - si bien la reducción en el número de analistas y de análisis y la limitación severa del presupuesto para ello, puede anticipar un empeoramiento en su calidad³⁵, ya que supone una reducción del talento dedicado a esta cuestión.

En todo caso, una menor cantidad y menor calidad de análisis perjudica conceptualmente la toma de decisiones para el inversor final y reduce la liquidez.³⁶

³⁴ En enero de 2020 de las compañías del mercado continuo español había 29 sin cobertura de analistas y 14 con solo uno o dos. Fuente: Bloomberg.

³⁵ En el informe de la FCA no se aprecian evidencias claras al respecto, pero sí manifiesta que algunos emisores han manifestado temer que pueda ocurrir. El informe elaborado por Citigate Dewe Rogerson señala que *Overall, 52% of UK companies in its 11th Annual IR Survey reported a year-on-year decline in the number of analysts covering them and 38% reported a fall in the quality of research. For European companies excluding the UK, the figures were 39% and 20%, respectively.* Se trata, por tanto, de un tema relevante.

³⁶ El informe de Peel Hut y QCA mencionado, incide en la percepción del 79% de los inversores en Reino Unido,



Por otro lado, se pone de manifiesto en el informe de la FCA³⁷ que algunos participantes en la consulta plantearon dudas acerca de si esta asunción de costes planteaba alguna cuestión desde el punto de vista de la competencia.

Por lo que respecta a la actividad de análisis sobre acciones menos líquidas y de emisores pequeños y medianos, la percepción del Grupo de Consulta es que se está produciendo una reducción en el análisis disponible³⁸ y que esto afecta de forma relevante a la visibilidad de las entidades más pequeñas en el mercado para que inversores se fijen en ellas y reduce su nivel de liquidez, ya limitado de por sí.³⁹

Esto se considera que es un problema en un escenario como el de la Unión del Mercado de Capitales, donde se pretende promover el acceso al mercado por parte de emisores de tamaño más pequeño, las SME.

Ante esta realidad, se empieza a desarrollar la actividad del denominado “sponsored research”, esto es, de análisis que paga el propio emisor. Esto supone una línea de desarrollo de negocio específica para *brokers* o intermediarios, donde pueden desarrollar una actividad

muy relevante, y de hecho está permitiendo actividades de análisis más baratos y accesibles realizados por pequeños *brokers*.

El “sponsored research” requiere, por otro lado, una mayor atención a los potenciales conflictos de interés.

Esta es una actividad que se viene desarrollando hace tiempo en Reino Unido⁴⁰ pero está empezando a desarrollarse en España.

Todos estos elementos hacen que este tema sea un tema cuya evolución deberá observarse de cerca para entender exactamente hacia dónde va la realidad y si ésta requiere algún tipo de intervención regulatoria o supervisora.

En todo caso, a día de hoy, sí se puede asegurar que requiere atención regulatoria el hecho de que se produce y se puede producir de forma más acusada, una reducción de análisis para las pequeñas y medianas empresas, lo que opera y operará potencialmente como un límite para su apetito de acceso al mercado y para su liquidez y mantenimiento en el mismo.⁴¹

Por todo lo anterior, el Grupo de Consulta considera que hay áreas en las que incidir regulatoriamente de forma urgente -facilitar más análisis para las SME- y que toda reducción en el coste del análisis debe ser acompañada de una evaluación de si se produce por ser más barato el mismo producto, o por recibir un producto de menor calidad, dentro del proceso de toma de decisiones por los inversores.

Esta es una cuestión a la que hacer seguimiento.

de que MIFID II ha producido una reducción significativa en la liquidez de las pequeñas y medianas empresas, así como la percepción en el 54% de ellos de que el análisis de estas compañías se ha visto reducido y un 78% que prevé que se reducirá más aún en los próximos doce meses.

³⁷ FCA (Multi firm review of research unbundling research).

³⁸ En el informe de la FCA (*Multi firm review of research unbundling research*) se menciona que no se ven efectos relevantes en cuanto al nivel de análisis respecto de las SME negociadas en el mercado- lo que puede deberse a la práctica allí extendida del “sponsored research” como se menciona más adelante en este trabajo- pero que sí se ha planteado esta reducción de análisis de SME por parte de algunos participantes en la consulta. El informe de Citigate Dewe Regoerson apunta a que sí pueda haber tales efectos.

³⁹ El Fondo Monetario Internacional señala también este punto como algo relevante y recomienda “*addressing challenges to the affordability of research on small issuers and unlisted firms*” en su documento de septiembre de 2019 denominado “*A Capital Markets Union for Europe*”.

⁴⁰ Es posible que la percepción de que no se ha producido reducción en el análisis de las SME en Reino Unido que refleja el informe de la FCA podrá tener que ver con que las SME allí están ya cubiertas en cuanto a su análisis de esta manera.

⁴¹ En este sentido se pronunció recientemente Sebastián Albella, presidente de la CNMV española, valorando como posible esta opción en una revisión de MIFID II/R.Y en este sentido también el reciente informe de la AMF francesa con su propuesta para la promoción del análisis.



4. EFICIENCIA, COSTE Y ESCENARIO EN *POST TRADING*

El ámbito del *post trading*, se han realizado avances significativos, de lo que son ejemplo la reforma de sistema de compensación, liquidación y registro nacional, y el acceso de Iberclear a T2S.

Ello ha significado para todos los involucrados- entidades, infraestructuras, supervisores y reguladores- muy significativos esfuerzos.

A las mencionadas reforma y acceso a T2S, se suman la implementación de la normativa contenida en el Reglamento EMIR⁴² y más recientemente en el Reglamento CSDR.⁴³

Sin embargo, aún son muchos y variados los retos que tiene el sector en cuanto a armonización e implementación de nuevas regulaciones, como veremos.⁴⁴

Adicionalmente, la atención e inversión en ciberseguridad es un elemento que también afecta sensiblemente al sector. En este tema, el Banco Central Europeo ha tomado un papel activo e impulsor de medidas de protección y de resolución en caso de producirse un ataque severo que ponga en peligro la continuidad del servicio, lo cual se considera oportuno y positivo, si bien requiere adicionales esfuerzos, medios y costes.

Todos los esfuerzos desplegados en los últimos años y los que previsiblemente deban

realizarse en breve, dibujan un panorama de fatiga regulatoria en esta materia.

Desde el punto de vista de negocio, se confirma que la evolución del mercado, con una reducción de márgenes, se orienta a modelos de negocio en que es necesario incrementar el volumen. Esto se percibe tanto desde la perspectiva de las entidades como las infraestructuras. A esto se le añade la previsible necesaria inversión adicional en nuevas tecnologías en un futuro potencialmente cercano.

Se trata de un mercado con altos niveles de competencia que afecta también, en sus respectivas operativas, tanto a los Depositarios Centrales de Valores, como a los intermediarios que vienen prestando servicios de enlace entre sistemas y a los bancos centrales, incluido el sistema T2S.

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

Los aspectos regulatorios, estructurales y de negocio se incardinan en una única realidad en que se desenvuelve el *post-trading* a nivel de la UE y afecta tanto a infraestructuras como a operadores, reguladores y supervisores.

Algunos aspectos requieren especial atención. Así:

- La entrada en vigor de la regulación sobre disciplina en la liquidación de CSDR pone la eficiencia en la liquidación en un primer plano de importancia. Esto hará necesario que los diferentes sistemas analicen su eficiencia actual y los elementos que pueden ayudar a su mejora.

Esto es aplicable al sistema español de compensación y liquidación que se encuentra en proceso de adaptación al nuevo régimen de disciplina de la liquidación. En septiembre de 2020 entra en vigor la normativa de desarrollo de los artículos 6 y 7 del mencionado Reglamento de

⁴² Reglamento 648/2012, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones

⁴³ Reglamento 909/2014, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n.º 236/2012

⁴⁴ A esto es previsible que haya que añadirle en España la implementación de un complejo sistema de gestión para el anunciado impuesto a las transacciones financieras.



Depositorios Centrales de Valores (CSDR), relativa a la denominada disciplina en la liquidación, que persigue incentivar la eficiencia en la liquidación, mediante el seguimiento y análisis de las causas de los fallos liquidatorios, su penalización y, en última instancia, la recompra (o reventa) de los valores no liquidados en fecha y que pasados unos días predeterminados, según tipo de valor, habrá que ejecutar.

Una vez más se observa que el desarrollo normativo de la legislación de Nivel I que en la teoría puede resultar adecuada y teóricamente oportuna, cuando se entra en los detalles de desarrollo normativo de los niveles dos y tres, en la práctica resulta de una complejidad altísima, que pueden incluso poner en peligro los objetivos normativos perseguidos por la legislación de más alto nivel. Así, también en esta cuestión ESMA tiene pendiente de aclarar importantes aspectos técnicos que son necesarios para que el sector empiece a desarrollarlos.

En este escenario, asociaciones de miembros y participantes en mercados⁴⁵ han explicitado, en carta dirigida a ESMA y a la Comisión Europea, su preocupación por los efectos en la liquidez de los distintos mercados como consecuencia del régimen obligatorio de recompras, solicitando un retraso en su implantación, así como que se convierta en opcional.

La entrada en vigor de este nuevo régimen, por otro lado, está sujeta a clarificación, por cuanto a pesar de que la entrada en vigor del Reglamento está legalmente establecida para el 14 de septiembre de 2020, la plataforma técnica T2S sólo estará en disposición de realizar los cálculos de las penalizaciones correspondientes en noviembre de 2020, y ESMA ha propuesto que la entrada en vigor se demore hasta febrero de 2021. Sin embargo, a fecha

de redacción de este trabajo, la Comisión Europea no ha confirmado que los Depositorios Centrales de Valores no sufrirán ninguna consecuencia negativa de este retraso.

-Por lo que se refiere a la continuidad de los trabajos de armonización y mejora dentro del proyecto T2S, el Banco Central Europeo está teniendo un papel muy activo en el desarrollo de proyectos que afectan al sector de la liquidación. Tras la implantación de Target2 Securities (T2S), cuya última ola de migración se implementó en septiembre de 2017, el BCE ha anunciado una serie de proyectos en el ámbito de valores.

Entre ellos, aparte del ya señalado en relación con el cálculo de penalizaciones, cabe señalar los siguientes:

- La Consolidación en la Plataforma de T2S del sistema de pago Target2 (T2/T2S Consolidation), que se llevará a cabo en noviembre de 2021, que persigue unificar el mundo de los pagos y los valores, bajo una misma plataforma técnica (T2S), con el previsible ahorro de costes de operación y mantenimiento.
- El “*Eurosystem Collateral Management System*” (ECMS), que permitirá armonizar las prácticas de intervención monetaria de cada uno de los bancos centrales nacionales que forman parte del Eurosistema y se prevé su implantación en noviembre de 2022.
- A estos proyectos hay que sumar las actualizaciones anuales del software de T2S y de Swift, los distintos procesos de armonización provenientes de grupos como el CASG (Corporate Actions Steering Group), CAJWG (Corporate Action Joint Working Group) y el CMH-TF (Collateral Management Harmonization Task Force).

⁴⁵ Incluidos AFME, ICMA, AFTI, ISLA, EBF, AGC, entre otros.



Si bien el sector está claramente a favor de avanzar en la vía de mayor armonización, eficiencia y seguridad, tal y como exigen los poderes públicos europeos, comienza a sentirse un cierto cansancio.

Además, el sector de la compensación, liquidación y registro ha llevado a cabo, durante los últimos años, un ímprobo esfuerzo de armonización y adaptación a los estándares de T2S y de los grupos antes mencionados relacionados con eventos financieros y juntas generales de accionistas, y se ha avanzado, con todo ello mucho en los procesos de armonización, lo cual se considera muy positivo.

Pero existe sin embargo, la percepción de que, a pesar de las iniciativas llevadas a cabo por el BCE, persisten barreras de naturaleza regulatoria en el sector de la post-contratación. Así, se identifican cuestiones fiscales, de conflicto de leyes, de derechos de propiedad, así como las leyes de insolvencia y concursales de los Estados miembros.

- El coste del *post-trading* ha sufrido un incremento, también con la implementación de T2S, gestionado por el Banco Central Europeo (BCE). Esto plantea un problema de mayor coste de transacción y de reducción de márgenes para las infraestructuras y entidades.

Así, el 1 de enero de 2019 el BCE incrementó las tarifas que cobra a los Depositarios Centrales de Valores por el uso de la plataforma técnica de liquidación T2S de media un 40%, con algunas tarifas incrementadas hasta en un 57%, con el objetivo de cubrir costes, por cuanto el servicio era deficitario al no cumplirse las previsiones de operativa liquidada.

A ello hay que añadir que, no sólo T2S ha encarecido la liquidación doméstica en algunos casos, sino que tampoco ha cubierto las expectativas de uso transfronterizo que se habían anunciado. Hoy por hoy, el empleo de los enlaces entre Depositarios Centrales de Valores sigue siendo mínimo, aproximada-

mente de un 1,5% de las transacciones liquidadas en T2S.⁴⁶

- El BCE ya presta atención a los posibles desarrollos tecnológicos, evaluando el papel que tecnologías DLT pueden tener en el futuro en el ámbito del post trading.⁴⁷ Esto se produce cuando, como se ha señalado, el coste de puesta en marcha de T2S está lejos de haber sido cubierto, lo que plantea un elemento adicional de preocupación a operadores e infraestructuras.

Y ello por el temor de que el corazón de la liquidación de los valores europeos se pueda basar en una plataforma técnica recientemente creada, bajo las premisas de una tecnología que puede quedarse obsoleta en pocos años, dada la velocidad de los avances tecnológicos.

Adicionalmente, esta plataforma está aún pendiente de amortizarse, a lo que hay que añadir los costes de cada uno de los actores privados intervinientes en T2S.

Todo esto es particularmente relevante teniendo en cuenta que, en un mundo globalizado, el sector europeo tiene que competir, no ya sólo con el tradicional mercado norteamericano y japonés, sino con los nuevos entrantes como China, Hong Kong, Singapur, los Emiratos Árabes Unidos, Arabia Saudí, Australia, etc...

Por otro lado, cada vez son más las voces que demandan un enfoque jurídico armonizado que permita al sector aprovechar las posibilidades que los “crypto-activos”, los “contratos inteligentes” y “las bases de registro distribuidas” podrían proporcionar.

Sin duda, son temas que requieren un sosegado análisis y debate y, también, un enfoque común, al menos en el seno de la Unión Eu-

⁴⁶ Fuente Banco Central Europeo: “T2S Annual Report 2018”.

⁴⁷ Documento del Banco Central Europeo sobre *Distributed ledger technologies in securities post-trading*



ropea, que permita avanzar al sector hacia un futuro basado en las nuevas tecnologías, como no puede ser de otra manera.

Pero al mismo tiempo, es imprescindible que se haga de forma ordenada y segura, preservando las ventajas en cuanto al buen orden, funcionamiento y seguridad jurídica que, durante los últimos años, algunos con crisis financieras de gran calado, las infraestructuras de los mercados de valores han ofrecido a los diferentes actores en los mismos, desde los inversores a los emisores.

Así, las nuevas tecnologías deberán implementarse cuando evidencien ventajas o efectos positivos, por un lado, y tengan el adecuado nivel de madurez, seguridad y eficiencia, por otro.

-Como ya se ha apuntado más arriba hay nuevas regulaciones que implementar sobre materias que afectan al sector de la liquidación y el registro de valores.

Así, la entrada en vigor del Securities Financial Transactions Regulation (SFTR) -si bien se producirá de forma escalonada dependiendo del tipo de operadores- que obliga el reporte de, básicamente, repos y préstamos de valores, a un Repositorio de Transacciones (*Trade Repository*), cuya implementación está pendiente de clarificar determinadas dudas al respecto.

En septiembre de 2020 entrará también en vigor otra pieza legislativa relevante una vez transpuesta la Directiva en cada Estado Miembro de la Unión Europea, la Shareholders Right Directive 2 (SRD2), que obligará a todos los intermediarios de la cadena de valor a facilitar al emisor que lo solicite, la identificación de sus accionistas. Asimismo, obligará a facilitar a los inversores el derecho de voto en las Juntas Generales y a la obtención de la confirmación de haber realizado, efectivamente, dicho voto.

-Por último, habrá que hacer seguimiento

a una reciente iniciativa del BCE denominada European Distribution of Debt Instruments (EDDI), donde propone un mecanismo único y centralizado por el BCE para el alta en mercado primario de las emisiones de renta fija de la UE, incorporando armonización y un único punto de entrada para emisores e inversores.

Si bien hay elementos que esta iniciativa identifica que pueden mejorarse dentro de los mercados de la UE -ahora sin Reino Unido- esta iniciativa se considera que puede implicar la creación, de facto, de un único depositario central de valores de renta fija. Sobre si esta debe ser o no una función del BCE hay diferentes posiciones.

Esta sensación se ha puesto de manifiesto en las respuestas a este nuevo proyecto presentado por el BCE. De las 56 respuestas publicadas (del total de 70) antes de la fecha límite, 9 de julio de 2019, se constata que el mercado está claramente dividido y no concita la unanimidad que concitó en su momento, el proyecto de T2S.

Todavía se está a la espera de que el BCE publique sus conclusiones y su recomendación al Consejo de Gobierno del BCE, sobre si arrancar este proyecto y con qué alcance, lo cual, teniendo en cuenta que la consulta se cerró hace tiempo, es indicativo de lo anterior.

5. AFECTACIÓN AL MODELO Y PERFIL DE INTERMEDIARIOS

En el Módulo del 2018 ya se puso de manifiesto que un posible efecto de la regulación era que solo intermediarios de gran tamaño podrían mantener un modelo de negocio rentable.

Esto, obviamente, puede implicar una reducción del número de operadores, con lo que ello implica.



En este sentido, Sebastián Albella, Presidente de la CNMV española, incidió recientemente en la importancia de contar con un sector independiente especializado en los servicios de inversión, lo más potente posible.⁴⁸

- Son varias las causas que pueden explicar los menores ingresos y potencial reducción del número y perfil de operadores, en el ámbito de la intermediación. Así, (i) el nivel de madurez del mercado, (ii) las altas exigencias tecnológicas -derivadas, entre otros, de la aplicación del régimen de mejor ejecución- y, por tanto de inversión y de coste, que hacen que entidades más pequeñas no tengan capacidad financiera para afrontarlas y competir; (iii) la reducción de márgenes que implica que solo las entidades capaces de desarrollar un negocio basado en volumen puedan ajustar sus cuentas de resultados, (iv) la reducción del tamaño del mercado o (v) el incremento de los costes regulatorios que operan como barrera de entrada al tiempo que- conjuntamente con otros elementos- como puerta de salida.

Este último punto, pone de relevancia la importancia de la aplicación del concepto de proporcionalidad como algo esencial y estratégico.

Por otro lado, no se conoce a nivel de la Unión Europea un análisis sobre todos estos aspectos, su influencia en la realidad de los intermediarios en el mercado de valores y, en general, en la industria vinculada a los mercados de valores.

-En el ámbito de los servicios de *corporate*, los *brokers* están girando una mayor atención hacia ellos a la vista de la reducción de los ingresos por intermediación.

Es importante aquí valorar el papel que cumplen -y que se quiere que cumplan- estos

brokers y otros intermediarios en el mejor y más fluido acceso de las pequeñas y medianas empresas al mercado.

Parece claro que se trata de entidades financieras para las que esta actividad puede ser realmente una actividad atractiva y rentable, por formar parte de su objeto social y de su línea de negocio relevante.

En este sentido, parece que puede ser relevante el papel que juegue o deba jugar la verdadera existencia de un *business case* para *brokers* o intermediarios financieros en preparar, acompañar, y dar liquidez y análisis a estas empresas en su salida a financiarse vía mercado, y en general respecto de la estructura de la industria que pueda dar soporte a este desarrollo.

-Preocupa, por tanto en conjunto, que se pueda destruir parte de un tejido industrial -tanto en intermediación como en *corporate*- que pudiera manifestarse necesario en el futuro para garantizar altos niveles de competencia, sofisticación e innovación de la industria, en un mercado de valores europeo más desarrollado.

El Grupo de Consulta considera que este debe ser un aspecto a que prestar atención por parte de reguladores y supervisores en un escenario de promoción del desarrollo de los mercados de capitales en la Unión Europea.

6. ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE EL BREXIT

Es innegable que la salida de Reino Unido de la UE va a tener implicaciones muy relevantes para los mercados y sus operadores.

Aspectos preparatorios en lo que toca a los supervisores- reconocimiento de infraestructuras, gestión de la nueva realidad de datos por parte de ESMA- y las infraestructuras- con elevadas inversiones para prever cualquier es-

⁴⁸ Sebastián Albella en la clausura del XXVI Encuentro del Sector Financiero.



cenario posible- han requerido esfuerzos muy importantes y se han desarrollado de la forma necesaria. Estos aspectos, por tanto, no preocupan, en principio, siempre y cuando los procesos de reconocimiento de infraestructuras finalicen adecuadamente, en particular de las Entidades de Contrapartida Central británicas.

En caso contrario, este sí sería un tema de seria preocupación.

Por otro lado, a nivel nacional, se aprobó el Real Decreto Ley 5/2019 para prever los efectos de un Brexit sin acuerdo y la CNMV publicó para dar mayor seguridad y confort a los operadores un documento de Preguntas y Respuestas.

Más allá de los temas regulatorios y legales, por tanto, el Grupo de Consulta considera que debe prestarse especial atención al escenario que va a quedar tras el Brexit en el mercado de la Unión Europea, en relación con el mercado UK, y en concreto, las posibles asimetrías regulatorias.

Y en este sentido, se señalan dos elementos a prestar atención:

- El Brexit pone de manifiesto más aún, la importancia del proyecto de Unión de Mercado de Capitales y, en general, de avanzar en mercados eficientes y competitivos en todos sus aspectos, en la Unión Europea. Debe avanzarse, por tanto, en los aspectos que hagan el mercado más competitivo en todos los terrenos, y esto es responsabilidad de todos, pero también de reguladores y supervisores que deberían integrar la competitividad entre sus objetivos.
- Existe un riesgo de asimetría que preocupa a los operadores. La existencia de un trato asimétrico por parte de la regulación o de los supervisores en UK y en la UE pue-

de resultar muy dañino para el desarrollo de la industria y de los mercados en esta última. En cierto modo esto se relaciona con el punto anterior.

Es esencial que se esté atento a este riesgo para conjurarlo y garantizar igualdad de oportunidades y de operativa, y por tanto, competitividad, para inversores, operadores, gestores, infraestructuras e industria en general, tras el Brexit.

7. CONCLUSIONES

- Como ya se señaló en el Observatorio del 2018, se comparten los objetivos declarados de MIFID II/R, en cuanto a incrementar la transparencia en los mercados y mejorar el proceso de formación de precios.
- Sin perjuicio de lo anterior, se sigue poniendo de manifiesto que tales objetivos no se están alcanzando debido a determinados efectos de la actual regulación, tales como:
 - Excesiva fragmentación del mercado de renta variable, con poca proporción del total de volumen participando en los procesos de formación de precios, llevando la negociación a formas de negociación o centros de liquidez que no participan en ellos (*dark pools*, IS, Subastas Periódicas).
 - Se observa una reacción regulatoria y supervisora -por parte de ESMA y en el proceso de revisión de MIFID II/MIFIR por la Comisión Europea- que pretende atender y evitar este efecto. Estas reacciones merecen una valoración muy positiva en principio, y habrá que esperar, en algunos casos a su de-



finición concreta, y en todo caso, a su aplicación práctica.

- La calidad y accesibilidad de datos del *trade reporting* continúa planteando problemas, tanto en el ámbito de la renta variable, como de la renta fija. El coste de los datos es asimismo un tema objeto de discusión en el momento actual, cuya evolución deberá seguirse en los próximos meses, teniendo en cuenta también la posición de ESMA en su informe a la Comisión Europea.
 - En Renta Fija, la falta de acceso a datos de calidad impide conocer la realidad del mercado y cumplir adecuadamente con el principio de mejor ejecución respecto de valores menos líquidos, desincentivando así, su contratación, lo que implica reducir la liquidez ya de por sí reducida. Esto afecta, de manera más relevante al mercado de bonos corporativos.
- Se observa un crecimiento muy relevante de la financiación en mercados privados de empresas de todos los tamaños, y en particular de SME, en forma de capital y también de deuda corporativa, respecto a la financiación a través de mercados públicos. Se considera que deben ponerse adecuadamente en valor las cualidades de transparencia, formación de precios, liquidez y gobierno corporativo que ofrecen los mercados públicos.
- En particular, la financiación de SME a través de mercados se considera muy positiva y deben explorarse mecanismos específicos -ya algunos de ellos en funcionamiento en mercados como Reino Unido, Francia o Italia- con incentivos de naturaleza fiscal.
- El *unbundling* en relación con los informes de análisis está alterando todo el mercado

de análisis. Mientras en relación con el análisis de emisores o emisiones líquidos se plantean algunas cuestiones relativas al nivel de cantidad y calidad disponible y al régimen de competencia, en relación con emisores o emisiones menos líquidos se plantea que el análisis, que es necesario para hacer a las entidades pequeñas y medianas visibles para el mercado, está encontrando serias dificultades, precisamente en un escenario de política regulatoria donde lo que se persigue es la promoción de la financiación vía mercados para las SME.

Este tema precisa una reacción rápida por parte de los reguladores.

Dado que lo anterior está llevando a una reducción del análisis de estos emisores está surgiendo y creciendo la actividad del “sponsored research”, donde el análisis es financiado por los propios emisores, lo que, conjuntamente con promover una adicional fuente de negocio para los *brokers*, puede plantear potenciales situaciones de conflicto a las que atender.

- Es esencial que se progrese lo más posible en los niveles de eficiencia en los procesos de *post-trading*. La entrada en vigor del régimen de disciplina en la liquidación, previsiblemente en febrero de 2021 tal y como propone ESMA, así lo requiere. Infraestructuras, pero también reguladores y supervisores tienen que orientarse conjuntamente a ello.

En relación con este tema es importante que ESMA clarifique determinados aspectos. Por otro lado, preocupan a la industria los efectos que sobre la liquidez de los distintos mercados pueda tener el régimen obligatorio de recompras que el CSDR establece para el caso de fallidos en la liquidación, y se ha solicitado un retraso en su implantación, así como que se conviertan en algo opcional.



- En el ámbito del *post trading*, el mercado español ha registrado muy relevantes mejoras y avances.

Ello ha requerido mucho esfuerzo y dinero por parte de todos los operadores e infraestructuras españoles.

Además, son muchos y variados los ámbitos en que la regulación y los procesos de armonización a nivel europeo aún requieren adicionales esfuerzos y dedicación de los operadores en este ámbito, si bien la falta de armonización en aspectos tales como el régimen fiscal, el de propiedad o el concursal siguen siendo hoy barreras para la mejora del *post trading* en Europa, que deberán atender los poderes públicos.

Se percibe en este ámbito fatiga regulatoria. A lo que se debe añadir un incremento de los costes regulatorios.

Se ha incrementado la competencia, y desde el punto de vista de desarrollo del negocio, parece que el mismo evoluciona a modelos donde el volumen sea determinante por los reducidos márgenes, lo que puede implicar integraciones o procesos de compra. Sin excluir la aparición de nuevos modelos de negocio disruptivos basados en nuevas tecnologías como DLT.

- Se considera que es el momento adecuado para evaluar los elementos que pueden incidir en la reducción o desaparición de determinados operadores, y en general de la definición de sus perfiles y de la industria -tanto en intermediación como en *corporate* y otras actividades- dentro del proceso de promoción de los mercados de capitales en la Unión Europea, velando en todo momento por los mayores niveles de competencia, sofisticación, e innovación.
- En el momento actual, la principal preocupación que plantea el Brexit, es que se

pueda dar una asimetría y una competencia reguladora/supervisora entre el régimen de las entidades, inversores, infraestructura e industria en general en la UE y en el Reino Unido.

La UE debe estar atenta a conseguir, en este sentido, un conjunto de mercados públicos, operadores, industria, inversores, infraestructuras, gestores, más competitivos, alineando la actividad regulatoria y supervisora con este objetivo.



MÓDULO DE INNOVACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Coordinado por: **ALFONSO AYUSO**

Director de Regulación y Public Policy de Banco Sabadell

y con la participación de

RODRIGO GARCÍA DE LA CRUZ, *CEO de Fimovating y Presidente de AEFI*

ANGEL NIGORRA, *Director General de Bizum*

ARTURO GONZÁLEZ MAC DOWELL, *CEO de Eurobits.*

1. INTRODUCCIÓN

Dado que el concepto de *Innovación* puede abarcar múltiples interpretaciones, conviene en un primer momento contextualizar el alcance del trabajo realizado en este *Observatorio*. Existiría una primera tentación, basada en ciertas creencias ampliamente extendidas, de considerar como innovación cualquier evolución en la generación o distribución digital de productos y servicios financieros. Nada más lejos de la realidad. En este punto conviene separar claramente los conceptos de *Transformación Digital* e *Innovación*.

Bajo *Transformación Digital* estaríamos considerando todas aquellas acciones encaminadas a evolucionar la forma en la que se realiza un negocio, pero sin cambiarlo en su fondo. Desde un punto de vista tecnológico, estaríamos considerando, por ejemplo, el desarrollo de capacidades digitales para la distribución de productos a través del uso de aplicaciones o páginas web a través de internet.

Sin embargo, si estamos analizando el con-

cepto de *Innovación*, deberemos considerar aquellas acciones e iniciativas que conduzcan al desarrollo de nuevos productos, servicios o modelos de negocio. Bajo esta perspectiva es la que se ha realizado el presente trabajo considerándose como principales catalizadores en 2019 los desarrollos alrededor de:

- La segunda directiva de servicios de pago (más conocida por sus siglas en inglés como PSD 2)
- El *Sandbox* Regulatorio
- Los Pagos Instantáneos
- Las Divisas Digitales

La entrada en vigor de los reglamentos asociados a la segunda directiva de pagos en septiembre de 2019 abre la puerta al desarrollo de nuevos modelos de negocio asociados a los nuevos servicios recogidos en la directiva: agregación de información de cuentas e iniciación de pagos, que podrán ser utilizados por un proveedor tercero, regulado por la autoridad nacional, para construir una oferta de



servicios basada en la información financiera del cliente y en la capacidad de transaccionar sin necesidad de realizarlo desde las aplicaciones provistas por las entidades financieras que administran las cuentas. Estos nuevos servicios, conocidos como *Open Banking*, pueden ser contruidos tanto por incumbentes como por nuevos intervinientes en el mercado.

Estos nuevos servicios podrán construirse aprovechando los nuevos servicios de pagos instantáneos desarrollados en el entorno europeo y que en España cada vez tienen un grado de implantación más alto, gracias entre otros, al crecimiento exponencial que está teniendo el servicio Bizum, desarrollado por las entidades bancarias españolas, y que se ha extendido como un nuevo medio de pago en el comercio electrónico.

Tras su aprobación por el Consejo de Ministros en febrero de 2020¹, se ha publicado en el Boletín Oficial del Congreso de los Diputados el esperado proyecto de ley para la transformación digital del sistema financiero. Se establece en él la creación de un *sandbox* o espacio controlado de pruebas que permita asegurar un marco jurídico adecuado para las innovaciones tecnológicas en el sector financiero. con el objetivo de “facilitar que el proceso innovador contribuya a lograr un mejor acceso a la financiación de los sectores productivos, unos servicios financieros más eficientes y una mayor captación de talento en un entorno internacional altamente competitivo”. Si bien, en estos momentos no se encuentra todavía aprobado, el grupo de trabajo ha decidido incorporarlo en el análisis de 2019 al considerarlo como un catalizador relevante para el desarrollo de la innovación financiera en nuestro país en los próximos meses.

¹ El texto previo es de febrero de 2019 cuando el Consejo de Ministros aprobó el Anteproyecto de Ley para la transformación digital del sistema financiero.

Por otra parte, la aparición de la iniciativa Libra con el objetivo, según se establece en su documento fundacional, de “crear una moneda sencilla y global, y una infraestructura financiera que empodere a miles de millones de personas” a través de una *Blockchain* descentralizada, una criptomoneda de baja volatilidad y una plataforma de contratos inteligentes, ha contribuido a acelerar el análisis sobre el uso de medios de pago digitales al margen de la infraestructura de pagos vigente y la conveniencia o no de su adaptación y emisión por parte de los propios bancos centrales a través de las denominadas divisas digitales de banco central o CDBC en su acrónimo en inglés (Central Bank Digital Currencies). Esta circunstancia se ha visto reforzada recientemente por la publicación de su versión 2.0 en la que se confirma que existirán versiones de Libra que repliquen 1:1 las principales divisas que componen su reserva: dólar, euro, yen, dólar de Singapur y libra esterlina, abriendo su uso, sin riesgo de cambio, a los ciudadanos de las principales economías.

Finalmente, analizaremos algunos impactos que, el desarrollo de la innovación financiera, a través de la puesta en marcha de estos nuevos servicios pudieran tener en la estabilidad del sistema financiero actual basado en un modelo de reserva fraccionaria, o de coeficiente de caja, al introducir elementos propios de un modelo de reserva plena en el que los pasivos captados del público no pudieran utilizarse para financiar la economía a través del sistema bancario.

2. PSD2 Y OPEN BANKING

2.1. LA PRE-HISTORIA

Uno podría tener la sensación de que el concepto de *open banking*, o banca abierta, aparece con PSD2 y con la iniciativa de *Open Ban-*



king (con mayúsculas) de UK. Sin embargo, lo que es nuevo es el término y el hecho de pasar a ser una actividad regulada.

En realidad, los servicios que asociamos al concepto de *open banking*, podríamos decir que se remontan al año 1999 cuando Yodlee lanza el primer servicio de agregación financiera (*account aggregation* en inglés) en EE.UU. La idea de que un tercero pueda acceder a la información bancaria de una persona o empresa para tratarla y ofrecérsela desde otro lugar o servicio, con un conjunto de valores añadidos que su banco no le estaba proporcionando, es revolucionaria.

En 2001 el concepto se traslada a Europa. Bankinter lanza su servicio de agregación financiera para particulares y, poco después, para empresas. Mediante este servicio, Bankinter permite a clientes y a no clientes consolidar sus posiciones financieras en distintas entidades financieras en un único portal. Más adelante, permite, desde ese mismo portal, realizar pagos desde cualquiera de los bancos agregados. Es decir, lo que hoy anuncia por televisión BBVA ya existía en España hace muchos años. No obstante, este servicio estaba muy adelantado a su tiempo, y el sector no estaba preparado para ello, abriéndose un debate dentro del sector sobre la validez de estas prácticas. Ante la incertidumbre de la situación, Bankinter consulta al Banco de España quien, en septiembre de 2002, se pronuncia mediante carta indicando que, desde el punto de vista supervisor, no observa ninguna irregularidad en el servicio ofrecido por Bankinter.

La iniciativa de Bankinter es seguida pronto por otras entidades financieras, como Patagon (hoy Open Bank), iBanesto, Banco Sabadell, Caja Madrid y otras como la Caixa, Invertia, Caja Duero, Caja Murcia, Caja Navarra, Caja Canarias, Vital Kutxa y El Monte que experimentan, pero no llegan a lanzar el servicio comercialmente.

En 2003, Bankinter y Caja Madrid eBusiness crean Eurobits Technologies, la primera empresa Europea dedicada a lo que hoy llamamos *open banking*, con el objeto social de prestar servicios de agregación financiera a través de Internet y otros canales.

En 2008, BBVA realiza una apuesta muy fuerte con el servicio “Tú Cuentas” que fue considerado por Forrester Research como la imagen de la próxima generación de banca electrónica. Y, la verdad, es que, si el futuro es hoy, dieron en el clavo.

No obstante, para que este tipo de servicios cojan tracción hay una serie de barreras que deben ser derribadas. La primera es el acceso generalizado a la banda ancha, que hoy damos por sentado, pero en los primeros años todavía no era así. En segundo lugar, el usuario debe sentirse cómodo compartiendo información sensible con un tercero a través de internet. Y para ello las redes sociales han sido de gran utilidad, eliminando en parte esos temores.

Derribadas estas barreras, el primer servicio que se lanza en España, y que realmente coge tracción, es Fintonic. Sin embargo, por estas fechas, el fenómeno había dejado de ser un fenómeno casi exclusivamente español, y surgieron iniciativas en otros países Europeos como, por ejemplo, Bankin’ en Francia, Trustly en Suecia o Sofort en Alemania.

2.2. PSD2

La segunda directiva de medios de pago es una iniciativa de la Unión Europea para fomentar la competencia y la transparencia en los servicios financieros a través de la innovación, dando carta de naturaleza al acceso a las cuentas de pago por parte de terceras entidades, elevando además el nivel de seguridad. Un equilibrio complejo, porque a veces no es sencillo reconciliar estos objetivos.

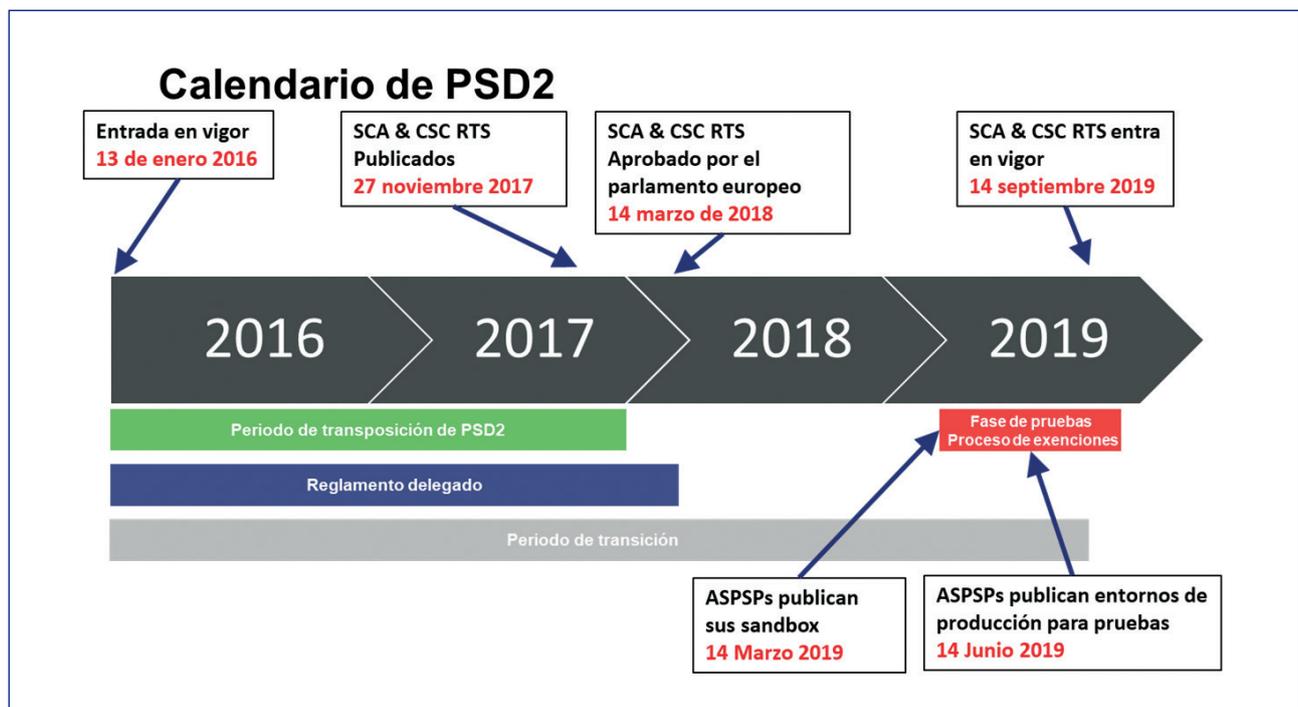


Después de un largo periodo de gestación, la directiva entra en vigor el 13 de enero de 2016, momento en el que arranca el periodo de transposición que finaliza el 13 de enero de 2018. También arranca en ese momento, el periodo para desarrollar el reglamento delegado por parte de la Autoridad Bancaria Europea (EBA por sus siglas en inglés) y que entrará en vigor 18 meses después de su aprobación por parte del parlamento europeo, es decir, el 14 de septiembre de 2019. Por último, también supone el arranque del periodo de transición, que habilita a los terceros que venían operando antes del 13 de enero de 2016 para continuar operando sin licencia hasta el momento de entrada en vigor del reglamento delegado.

A nadie le sorprenderá que una regulación que obliga a una industria, en este caso la industria bancaria, a publicar unas interfaces para compartir de manera gratuita con sus competidores uno de sus activos más valiosos,

la información de clientes, no esté exenta de polémica. Esta polémica hizo que el proceso de gestación de la directiva se prorrogase durante más de tres años. Esta polémica continuó con la publicación del borrador final del reglamento delegado por parte de la EBA, fue el primer borrador final rechazado por la Comisión Europea. La Comisión entendió que diversos aspectos del reglamento delegado eran contrarios al espíritu de la directiva como, por ejemplo y principalmente, la prohibición de la técnica de acceso conocida como “Screen Scraping”.

La polémica no ha finalizado, ya que el proceso regulatorio comunitario es largo y complejo y no concluye con el reglamento delegado, si bien es el último eslabón de obligado cumplimiento. Al reglamento delegado le siguen las opiniones (Opinions), guías de implementación (Guidelines) y preguntas y respuestas (EBA Q&A Tool), las cuales hacen el proceso muy complejo y costoso de implementar para todas las partes involucradas. Como





hemos dicho, nada de esto es de obligatorio cumplimiento y es conocido como legislación de tercer nivel. No obstante, sirve de guía para los supervisores de los diferentes estados miembros para determinar cómo se debe interpretar la directiva y el reglamento delegado. Al final esta complejidad genera una incertidumbre regulatoria que tiene un inmenso coste para todas las partes.

El reglamento delegado trata dos aspectos fundamentales, la autenticación reforzada y la comunicación segura.

Autenticación reforzada

El apartado de autenticación reforzada determina en qué situaciones es necesario un factor adicional para identificar de manera segura al usuario y qué características debe reunir este factor adicional para considerarse seguro.

En relación a lo primero, el reglamento considera que las circunstancias que requieren forzosamente la seguridad adicional que proporciona la autenticación reforzada son la realización de pagos desde una cuenta de pago y el acceso consultivo a la cuenta por parte del usuario en determinadas circunstancias.

Para ello establece una serie de exenciones de aplicar la autenticación reforzada. Nótese que las exenciones son una opción, no una obligación. Las principales exenciones son las siguientes:

- Para realizar operaciones de pago:
 - Para pagos menores de 50 euros en operaciones remotas y de 30 euros en operaciones presenciales.
 - Cuando el importe de los pagos para los que no se ha aplicado autenticación reforzada acumule más de 150 euros en operaciones remotas y 100 euros en operaciones presenciales.

- Cuando el número de operaciones en las que no se ha aplicado autenticación reforzada alcance la cifra de 5 operaciones consecutivas.
- Para cualquier operación en terminales desatendidos, como parkings, máquinas de *vending* o expendedores de billetes de transporte público.
- Para cualquier operación en la que el análisis de gestión de riesgos realizado por la entidad gestora de la cuenta lo considere oportuno.

- En el caso de acceso a las cuentas de pago
 - A partir de 90 días desde el último acceso online.
 - Para acceder a transacciones con una antigüedad superior a 90 días.

Es importante destacar que las exenciones aplicables deben ser las mismas cuando el usuario opera directamente con su banco y cuando el usuario opera a través de un tercero. Esto es debido a que se pretende fomentar la competencia entre ambas partes.

¿Pero cómo debe ser la autenticación reforzada? La autenticación reforzada de usuario requiere la combinación de dos de tres de los siguientes factores:

- 1) Algo que el usuario conoce (Conocimiento). Por ejemplo, un usuario y una contraseña.
- 2) Algo que el usuario tiene (Posesión). Por ejemplo, un dispositivo móvil, una tableta o un Smart-Watch.
- 3) Algo que el usuario es (Inherencia). Como una huella dactilar, un reconocimiento facial o un reconocimiento de voz.

Además, estos elementos deben ser inde-



pendientes entre sí, es decir, a partir de uno no puede deducirse otro. Por otra parte, si se trata de una operación online, debe haber un elemento extra relacionado inequívocamente con la operación concreta cuya seguridad se pretende reforzar, como, por ejemplo, un OTP enviada al móvil o el famoso sistema 3D Secure.

Existen tres maneras de trasladar estos factores al usuario:

- 1) **Mediante una redirección:** El usuario es redirigido al entorno del banco para introducir sus credenciales como, por ejemplo, cuando hacemos una compra con tarjeta bancaria en comercio electrónico y se nos redirige al entorno del banco para introducir un segundo factor enviado al móvil (3D Secure).
- 2) **Método embebido:** el usuario introduce el segundo factor en un entorno controlado por el tercero, que los retransmite al banco.
- 3) **Desacoplado:** el usuario realiza la autenticación mediante un segundo factor en un entorno diferente a aquel en el que se está realizando la transacción. Por ejemplo, cuando el usuario está operando en un PC y se autentica con un segundo factor en el móvil o cualquier otro dispositivo físico independiente del primero.

Comunicación segura

De manera muy sintética, por una parte, se obliga a los terceros a identificarse ante el banco de manera segura e inequívoca mediante la utilización de un certificado eIDAS específico para PSD2 y, por otra parte, se obliga a los bancos a poner a disposición de los terceros una

interfaz para acceder a las cuentas de pago, ya sea para iniciar órdenes de pago o consultar información.

Dicha interfaz puede ser dedicada exclusivamente a el acceso a cuentas de pago por parte de terceros, o ser una interfaz utilizada con otros fines como, por ejemplo, la banca electrónica, pero habilitada para que los terceros se puedan identificar con el certificado electrónico. En caso de optar por una interfaz dedicada, un banco puede solicitar la exención de disponer de un mecanismo de contingencia que, en caso de ser concedida, obliga al tercero a utilizar la interfaz dedicada salvo en caso de fuerza mayor.

Intercambio de datos

Por último, se establece a qué datos y con qué frecuencia tienen acceso los terceros: Se ha determinado que los bancos tienen que poner a disposición de los terceros la misma información de las cuentas de pago designadas y las operaciones de pago asociadas a ellas que se haya puesto a disposición del usuario cuando accede a la información sobre la cuenta directamente a través del banco.

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

Esta flexibilidad no ha estado exenta de polémicas adicionales, ya que se ha dotado de una gran flexibilidad a los medios de pago basados en tarjetas, eximiéndolos de realizar autenticación reforzada hasta diciembre de 2020. Mientras que no se ha aplicado esta flexibilidad en la aplicación de la autenticación refor-



zada a la iniciación de pagos e información de cuentas cuando acceden a través de la interfaz de usuario.

Además, y como consecuencia del impacto de la pandemia, hay una gran presión para realizar una prórroga adicional en los pagos con tarjeta, que ya se ha autorizado en el Reino Unido y es muy probable que se extienda al resto de Europa. Agravando aún más la asimetría competitiva contraria al espíritu de la norma. Por otra parte, las consecuencias de la crisis sanitaria no han parecido impactar significativamente en los servicios relacionados con PSD2 en España, pero quizás es debido a que mayoritariamente se trata de servicios de información sobre cuentas. De haberse generalizado los servicios de iniciación de pagos antes de la crisis, es de esperar que el impacto hubiera sido similar al observado en otros medios de pago.

2.3. EL FUTURO TECNOLÓGICO

Pagos instantáneos

Los pagos instantáneos a través del nuevo esquema SEPA Credit Transfer Instant (SCT Inst.), si bien todavía necesitan un tiempo para consolidarse, suponen un gran hito para la banca y el mercado de pagos europeos. Al fin, particulares y empresas podrán realizar pagos instantáneos directos de banco a banco mediante transferencia bancaria y posicionarse, en el sentido de la inmediatez, al mismo nivel que otros actores extranjeros que dominan actualmente el mercado de pagos minoristas mediante cuentas de pago propias, superpuestas a las del sistema bancario. Es de crucial importancia que este esquema de pagos se consolide de forma rápida, pues el mercado de pagos se mueve a un ritmo trepidante y se encuentra en desarrollo e innovación continua, liderado, sobre todo, por los actores americanos y asiáticos.

Europa no quiere quedarse atrás en esta carrera por dominar la experiencia de pago al tratarse de un aspecto crucial, no solo para fidelizar al usuario, sino también para mantener la soberanía en el mundo de los pagos y para ser el dueño del dato financiero más importante: la información de pago y.

Para ejercer de contrapeso a los actores americanos y asiáticos, Europa no debe dejar escapar la oportunidad que brinda PSD2 mediante la Iniciación de Pagos. Gracias a la regulación de los denominados Proveedores de Servicios de Iniciación de Pagos (PISP por sus siglas en inglés), estos nuevos actores pueden aprovechar la infraestructura interbancaria para innovar y crear soluciones de pago con servicios de valor añadido sobre el nuevo esquema SCT Inst sin la necesidad de participación directa de ninguna entidad bancaria.

No obstante, los proveedores de servicios de iniciación de pagos, al recaer y depender de la infraestructura bancaria, se encuentran limitados por las características de ésta y las decisiones de la banca al respecto de su usabilidad. Uno de los principales problemas a los que se enfrentan los iniciadores de pago actualmente, y que ralentizan la innovación y el desarrollo de servicios de pago basados en el nuevo esquema instantáneo es que, cuando el usuario hace uso de las transferencias instantáneas a través del nuevo esquema SCT Inst., la banca le repercute comisiones superiores a las aplicadas en las transferencias SEPA convencionales. Por lo tanto, los iniciadores de pago actuales no tienen otra alternativa más que seguir usando el esquema SEPA convencional, en el que los pagos necesitan 24 horas bancarias para ser abonados en cuenta y, dado que las transferencias convencionales pueden ser canceladas por el usuario previo a la ejecución efectiva de la orden (típicamente unas horas hasta el proceso *batch* del banco), los iniciadores de pago y los



comercios deben seguir soportando el riesgo de un impago.

En el momento en que las circunstancias de mercado le permitan a los iniciadores de pago dar el salto a las transferencias instantáneas, supondrá una auténtica revolución en la industria de pagos para combatir el creciente fraude que sufre el comercio minorista y para democratizar los pagos: Cualquier usuario bancarizado podrá pagar en tiempo real con su banco, tan sólo autenticándose ante él o a través de un proveedor tercero de iniciación de pagos.

Por otro lado, es muy importante que la banca entienda que la iniciación de pagos, sea provista por la misma banca o proveedores terceros, es su mejor aliado y no su enemigo: La iniciación de pagos desempeñará un papel clave en el fortalecimiento de la industria bancaria europea, ya que ayuda a los bancos a mantener la propiedad del cliente, así como sus fondos y datos de pago en el ecosistema bancario.

Independientemente de lo anterior, sigue habiendo tres limitaciones respecto del pago con tarjeta:

- Limitaciones de interoperabilidad geográfica, por el ritmo de adhesión al nuevo esquema por parte de la industria bancaria y por problemas de heterogeneidad entre países europeos. Y más aún cuando hablamos de transacciones extra-comunitarias. Por lo tanto, durante un tiempo el grueso de la iniciación de pago será para el comercio local, seguido del comercio intra-comunitario, para quizás en un futuro más lejano hacerse global a través de la utilización de esquemas internacionales.
- También persisten limitaciones respecto de su aplicabilidad al comercio presencial, ya que los TPVs físicos no están preparados para este tipo de operaciones.

- No existe la protección de un esquema para realizar devoluciones de pago, al menos no tan conveniente como la de los esquemas de las tarjetas de crédito dominantes.

Códigos QR y NFC

Los códigos QR o nubes de puntos y el protocolo NFC o Near Field Communication, permiten a la iniciación de pagos dar el salto al comercio presencial, ya que permitirían el intercambio de información de pago necesaria para su ejecución. No obstante, el candidato con más probabilidades en este contexto son los códigos QR por una razón muy sencilla: una conocida marca de teléfonos ostenta el monopolio de la utilización de su chip NFC.

Números móviles como proxy de las cuentas de pago

La tercera tecnología más relevante, es la utilización de números de teléfono como proxies o alias de las cuentas de pago. La principal ventaja de este sistema es la usabilidad, dado que es más fácil teclear un número de teléfono de 9 cifras (11 con código de país), que un IBAN de 24+4 de la etiqueta, además de ser menos proclive a error. No obstante, en un contexto de comercio electrónico esto es menos relevante, ya que la cuenta del comercio suele estar precargada en el “botón de pago” y no es necesario teclearla. No obstante, es previsible que las entidades financieras utilicen esto como una posible barrera defensiva.

2.4. EL FUTURO SECTORIAL EN PAGOS

El modelo de las 3 esquinas vs 4 esquinas

En el modelo de las tres esquinas, un pro-



veedor de servicios de pago tiene relación con el comprador y con el vendedor de modo que el pago es llevado a cabo en un esquema cerrado de su propiedad. Este modelo se presta mucho a la concentración monopolística, en detrimento del consumidor y del comercio, ya que los precios son mucho más altos. No obstante, suelen ofrecer una magnífica experiencia de usuario y otros servicios de valor añadido que son los que les permiten concentrar una proporción muy alta de mercado. Ejemplos de compañías que operan en el mundo del comercio electrónico bajo el modelo de las tres esquinas serían Paypal, Alipay, o American Express. Como curiosidad, se da la circunstancia que un comercio que esté pagando gustoso una tasa de descuento del 3% sobre el importe de sus transacciones a Paypal, le discuta a su banco unas décimas para que le baje del 0,3% al 0,28%.

En el modelo de las cuatro esquinas, el emisor del medio de pago del comprador no es el mismo que el adquirente del comercio. Tanto vendedor como comprador se entienden exclusivamente con su proveedor de servicios en caso de problemas. Este modelo fomenta que haya más agentes en el mercado y, por lo tanto, si no hay prácticas oligopolistas será mucho más competitivo en precios, a cambio de, normalmente, una peor experiencia de usuario, ya que las decisiones con frecuencia se toman “en comité”. Ejemplos de modelos de las cuatro esquinas serían Visa y Mastercard, representados por el banco emisor y el banco adquirente ante comprador y vendedor respectivamente. O los sistemas de compensación como Iberpay.

¿Quién es el enemigo del sector financiero en el mundo de los pagos?

La principal amenaza para el sector financiero en el mundo de los pagos, son los gigantes tecnológicos operando bajo el modelo

de las tres esquinas. Las empresas conocidas como Fintech, lejos de ser su mayor enemigo, es posible que sean su mayor aliado. Es cierto que algunas les arañarán cuotas de mercado en determinados nichos pero, probablemente, serán migajas al lado de lo que el sector financiero puede perder con los gigantes tecnológicos. Sin embargo, si el sector financiero le permite a los nuevos actores incumbentes el acceso en igualdad de condiciones a los esquemas de pago interbancarios, en los que los gigantes tecnológicos no tienen interés, puede servirles para evitar posibles persecuciones por prácticas monopolísticas.

Por lo tanto, lo que veremos, de hecho ya lo estamos viendo, serán muchas iniciativas por parte del sector financiero para establecer barreras frente a los mencionados gigantes en forma de esquemas. Esquemas como EPI (European Payment Initiative), RTP (Request to Pay), Instant @POI y SEPA API Access Scheme.

De Open Banking al Open Everything

Creemos que en breve veremos una transición desde *open banking* al *open everything* o acceso generalizado a toda la información y transacciones bancarias y no bancarias. En este sentido, el grupo SEPA API Access Scheme WG del ERPB es un indicador muy relevante de lo que puede llegar a pasar. Un entorno donde los anfitriones de activos transaccionales y activos de información los publican a través de un esquema para ser consumidos por intermediarios de estos activos para ser consumidos por particulares y empresas.

Una iniciativa como esta puede ser un gran catalizador del cambio, por que puede generar la desintegración de cadenas de valor para reintegrarse de una manera completamente diferente. Tengamos en cuenta que la manera en la que consumimos servicios está muy condicionada por limitaciones físicas y tecnológicas.



Uno de los sectores más proclives a sufrir esta transformación es el sector bancario y en particular los pagos, ya que son servicios subordinados a otros. Nadie quiere pagar por pagar, sino para obtener un bien o servicio a cambio. Lo mismo sucede con el crédito. Esto seguramente llevará a consumir los servicios bancarios acoplados a otros. Lo que algunos llaman la banca invisible o contextual. Un ejemplo muy ilustrativo de este fenómeno, sería la forma en la que pagamos los servicios en Uber.

3. PAGOS INMEDIATOS

3.1. CONTEXTO

En los últimos años, parece consolidarse en el mercado una **tendencia a desarrollarse “Pagos Inmediatos”** (PPII) de cuenta a cuenta, que se ha materializado en distintas iniciativas, más o menos desarrolladas, en diferentes países del mundo. En Europa, esta tendencia ha sido también promovida desde el Banco Central Europeo (BCE) a través de “Euro Retail Payments Board” (ERPB) creado por él. En este sentido, cabe destacar la labor encargada por el ERPB al “European Payments Council” (EPC) que culminó con la creación en noviembre de 2017 del **esquema europeo de transferencias inmediatas bajo el estándar SCT Inst** (“Single Euro Payments Area -SEPA- Instant Credit Transfer”).

En España, la iniciativa apoyada desde el Banco de España (BdE), en coordinación con las Asociaciones representativas de las entidades bancarias (Asociación Española de Banca, “AEB”; Confederación Española de Cajas de Ahorro, “CECA”; y Unión Nacional de Cooperativas de Crédito, “UNACC”), se canalizó a través de un **Programa sectorial de Pagos Inmediatos** que arrancó en 2015. Este programa tuvo 2 alcances complementarios:

- En primer lugar, habilitar la **infraestructura interbancaria** básica para procesar transferencias inmediatas en España a través del correspondiente subsistema del Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE) que interconecta las distintas entidades nacionales participantes (en adelante, **“Servicio Básico”** o “SB”).
- Y, segundo término, crear un **servicio de valor añadido** (denominado, **Bizum**) sobre el anterior SB de PPII.

3.2. EL SERVICIO BÁSICO DEL SNCE

El SNCE es el sistema español de pagos al por menor, gestionado por **Iberpay** (Sociedad Española de Sistemas de Pago, S.A.), empresa privada cuyos accionistas son las entidades participantes en el SNCE. El Banco de España es el responsable de aprobar las normas del sistema y de llevar a cabo su vigilancia.

El SNCE procesa las transacciones originadas con los distintos instrumentos de pago al por menor: transferencias SEPA (ordinarias e inmediatas), adeudos SEPA, cheques, efectos, y operaciones diversas, a través de sus respectivos subsistemas. Las operaciones se compensan y liquidan en las cuentas que las entidades participantes mantienen en la plataforma TARGET2 de Eurosistema (esto es, en el Banco Central Europeo) por el importe neto o bruto, según el instrumento.

El 21 de noviembre de 2017, fecha de lanzamiento del esquema europeo SCT Inst, se puso en marcha en el SNCE el subsistema de transferencias SEPA inmediatas con las siguientes características:

- Procesamiento en tiempo real y horario de servicio **24x7**, con gestión activa de la disponibilidad de las entidades.



- **Abono inmediato de los fondos en la cuenta del cliente beneficiario** (en menos de 10 segundos, según el esquema del EPC; aunque en España, en menos de 2 segundos de media).
- Importe máximo de 15.000 € por operación, que se elevará a 100.000€ el 1 de julio de 2020.
- Mensajes intercambiados basados en el estándar ISO 20022.
- Compensación y liquidación de las operaciones en tres ciclos diarios en la plataforma TARGET2 en la modalidad “multilateral neta” (ASI4) o en tiempo real mediante el procedimiento ASI6 “real-time”.
- Límites y funcionalidades específicas de gestión de riesgo.

La coordinación que supuso el Programa sectorial de PPII y el desempeño de todos los actores implicados (entidades financieras, Iberpay y otros procesadores interbancarios, como Redsys y Cecabank) han hecho de **España un mercado líder en PPII**. Algunos hechos corroboran esta afirmación:

- 89 entidades nacionales adheridas al sub-sistema de transferencias inmediatas del SNCE, que agrupan **más del 97% de cuota de mercado** de pagos.
- Como referencia, en Europa, **de las 4.070 entidades adheridas al esquema de transferencias SCT (ordinarias), solo alrededor del 51% estaban adheridas al esquema SCT Inst (inmediatas)** en octubre de 2019.
- En febrero de 2020, Iberpay procesó ya casi 10,9 millones de transferencias inmediatas por un valor de más de 4.325 millones de euros, lo que supone un **incremento del 134%** respecto al mismo mes del año anterior y representa el 18,7% del

total de las transferencias que se procesan en el SNCE.

- Para garantizar la máxima accesibilidad posible en el área SEPA a las entidades del SNCE, Iberpay cuenta además con conexiones con los servicios paneuropeos RT1 de “EBA Clearing” (desde noviembre de 2017) y TIPS (“TARGET Instant Payment Settlement”) del Banco Central Europeo (desde noviembre de 2018) que permiten a las entidades españolas emitir y recibir pagos inmediatos con cualquier banco europeo adherido a un esquema SCT Inst.

De esta forma, hoy en día prácticamente cualquier cliente puede entrar en la banca electrónica y/o en la app de su banco y ordenar una transferencia inmediata a otro, conociendo su número de cuenta (IBAN), en casi cualquier banco nacional y también en los europeos que soporten transferencias inmediatas.

3.3. ¿POR QUÉ SCT INST ... Y BIZUM?

Con el esquema SCT Inst se pretende crear un nuevo instrumento paneuropeo de pagos que permita el desarrollo de nuevos servicios digitales atractivos y eficientes directamente sobre la cuenta corriente de los clientes, potenciando su valor.

Hasta ahora, **el instrumento líder en pagos electrónicos minoristas en comercios ha sido sin duda la tarjeta**, con presencia mayoritaria en Europa de marcas internacionales (Visa, MasterCard, American Express). Sin embargo, las características de las **transferencias SCT Inst** (abono instantáneo en cuenta, legalmente firme y no revocable, y, por tanto, con garantía de titularidad y disponibilidad inmediata de los fondos para el beneficiario/comercio) las hace ahora **competitivas para este tipo de**



pagos (frente a las tradicionales transferencias ordinarias, que se liquidan en el mismo día -D- o al siguiente -D+1-, y pueden tener la posibilidad de ser anuladas por el ordenante durante un cierto plazo).

Adicionalmente, la entrada en vigor de la **Directiva Europea de Pagos (PSD2)**, entre cuyos objetivos está el fomento de la competencia y la innovación, va a favorecer la entrada en el mercado de **nuevos actores** (en particular, iniciadores de pago “PISP”, “Payment Initiating Service Providers”), fundamentalmente apalancados en el desarrollo tecnológico

La convergencia de estos dos elementos (entre otros), transferencias inmediatas y mayor competencia, es la que hace prever un **mayor peso progresivo de la cuenta corriente** (con transferencia inmediata) en los pagos minoritas, donde hasta la fecha era residual.

A partir de esta tendencia (compartida por la mayoría de los analistas), la banca española, en el marco de citado Programa sectorial de PPII, decide no limitarse a poner en marcha la infraestructura interbancaria de transferencias inmediatas, sino también **crear un servicio de valor sobre ella: Bizum**. Es, por tanto, **un proyecto de innovación que surge de la colaboración de la mayoría de las entidades bancarias españolas** y que pretende dar respuesta a las necesidades de los consumidores, que demandan soluciones de pago inmediato, sencillas y seguras, en un contexto en el que se imponen modelos de economía colaborativa e interacción social, así como reforzar su posición de mercado ante el previsible incremento de la competencia derivado de PSD2.

3.4. EL SERVICIO DE VALOR BIZUM

Propuesta de valor para el usuario

Bizum es una **solución de pago a través del**

móvil en tiempo real y “de cuenta a cuenta”. Para usar Bizum solo hay que tener un teléfono móvil y una cuenta bancaria en cualquiera de las entidades adheridas. Bizum se integra en los canales correspondientes de éstas (por ejemplo, apps móviles, *wallets*, banca electrónica, ...), teniendo luego cada una la oportunidad de complementar la funcionalidad básica con sus propios servicios incrementales que mejoren y enriquezcan la experiencia de usuario. Los valores principales que pretende ofrecer Bizum al usuario son:

- **Inmediatez:** en menos de 5 segundos el dinero está en la cuenta del destinatario.
- **Universalidad:** disponible para cualquier “smartphone”, sin tener que cambiar de banco, al interconectar todas sus entidades.
- **Comodidad:** al proporcionar una Experiencia de Usuario (UX) amigable “en la mano del cliente” (app móvil), sin tener que manejar directamente los números de cuenta (IBAN) de los destinatarios. Por ejemplo, en un pago entre particulares, el usuario solo tendrá que incluir el número de teléfono de la persona a la que desea enviar o solicitar dinero (o seleccionar su contacto en la agenda). Tampoco existen instrumentos intermedios que haya que cargar/descargar previamente con fondos (monederos, tarjetas virtuales, etc.): el dinero viaja siempre directamente de cuenta a cuenta de forma instantánea.
- **Seguridad:** al utilizar los canales y las medidas de seguridad de la banca española. En particular, Bizum se diseña ya orientado al cumplimiento de los requerimientos de autenticación reforzada (SCA) derivados de PSD2.
- **Fácil activación:** el usuario no tiene que facilitar sus datos a ningún tercero adi-



cional, simplemente aceptar en su banco (que ya tiene toda la información necesaria) el vincular su número de teléfono móvil y su cuenta bancaria (así como los Términos y Condiciones asociadas al Servicio).

Configuración del Servicio Bizum

La prestación del Servicio Bizum al cliente se estructura realmente en tres capas:

1) Las **entidades bancarias** adheridas a Bizum son las encargadas de la relación (comercial y contractual) con los clientes finales (consumidores comercios y empresas, ONGs, ...) y, por tanto, sus proveedores del servicio de pago a través de sus canales en un ámbito competitivo. Entre otras funciones, realizan el “Know Your Customer” (KYC) así como la identificación y autenticación de los clientes para poder usar Bizum.

2) **Servicio informacional (ámbito colaborativo)**: el 27 de junio de 2016, 27 entidades bancarias españolas constituyen la Sociedad de Procedimientos de Pago, S.L. (**SdPP**, o también identificada directamente con su **marca “Bizum”**) para gestionar y promover el Servicio. Aparte de la marca, sus principales activos son:

- **el Directorio**: base de datos que mantiene la relación entre el identificador de cada usuario adherido a Bizum (número de teléfono móvil y, opcionalmente, mail) y su cuenta bancaria (IBAN), lo que va a permitir la realización posterior de la transferencia inmediata de cuenta a cuenta, sin conocer ésta, sino solo aquél;
- **y los Reglamentos** que regulan el uso de este Directorio y los Servicios de Valor Añadido (SVAs) asociados, así como la

participación de todos los intervinientes (y, en particular, las diferentes entidades) en la prestación del Servicio Bizum en sus distintos casos de uso (pago entre particulares, en comercios, ...).

3) **Servicio Básico: SNCE (ámbito interbancario)**: finalmente, la operación de pago derivada de Bizum se procesa mediante una transferencia instantánea, de cuenta a cuenta, entre las entidades bancarias implicadas a través del correspondiente subsistema de transferencias SEPA inmediatas del SNCE, gestionado por Iberpay.

De la estructura descrita cabría resaltar dos aspectos:

- En resumen, **SdPP presta un servicio informacional a sus entidades adheridas que, como proveedoras del servicio de pago**, permite a éstas ofrecer a sus clientes a través de sus canales (típicamente apps) transferencias inmediatas con una mejor UX, esto es, sin necesidad de conocer ni manejar números de cuenta (IBAN) de los usuarios, sino solo sus números de teléfono móvil (o direcciones de email) vinculados a aquéllos.
- Bizum se apoya y aprovecha **infraestructuras tecnológicas y procesos operativos existentes en el ámbito interbancario**, empezando por el SB gestionado por Iberpay, pero también en las propias entidades y sus procesadores, Cecabank y Redsys (ya relevantes en otros instrumentos de pago, como tarjetas). Ambos asumen importantes papeles en Bizum para sus entidades, tales como conectividad, gestión de disputas, control y gestión del fraude y, en el caso de Redsys, la operación técnica del propio Directorio Bizum.



Evolución y casos de uso

Bizum fue lanzado al mercado en **octubre de 2016**, inicialmente para **pago entre particulares** o consumidores (P2P, o “C2C” en terminología Bizum), atendiendo un nicho de uso (el P2P) hasta ese momento poco cubierto.

En esa fecha, aun no estaba disponible el Subsistema de transferencias SEPA inmediatas del SNCE que, como se ha dicho, se puso en funcionamiento en noviembre de 2017, por lo que Bizum arrancó sobre una solución transitoria apoyada en los circuitos de tarjetas. Posteriormente, ya se abordó la migración de sus entidades a la definitiva, de forma totalmente transparente para los clientes, de modo que hoy ya todas sus transacciones se están procesando exclusivamente por el SB interbancario del SNCE.

Después de poco más de 3 años y medio de vida, no cabe duda de que el Servicio ha resultado determinante en la creación de una demanda P2P en el mercado y que el propio **Bizum, y, en particular, su caso de uso C2C, están plenamente consolidados** en España:

- Bizum terminó **2019 con más de 6,25 millones de usuarios** (con un crecimiento del 144% respecto a 2018) y prácticamente **60 millones de transacciones** en el año (+357% que el anterior).
- La **tasa de actividad** de sus usuarios es muy alta y creciente, alcanzando un pico del 66% de usuarios activos en diciembre/19, 82% en el último trimestre del año.
- También el ritmo de **captación y de operaciones, con máximos de 560.000 altas netas y de 10,4 millones de transacciones** en diciembre.
- De hecho, en número de operaciones, Bizum supone actualmente más del 58% de

todas las transferencias inmediatas procesadas en el SNCE.

- Por último, según estudios de mercado, los usuarios de Bizum son **claramente digitales**, muy activos en canales móviles y pagos on-line. Su perfil por tramo de edad es además muy amplio: 20% en 18-24 años, 28% en 25-34, 25% en 35-44, 16% en 45-54 y 11% por encima de 55; aunque se ha ido rejuveneciendo progresivamente desde el lanzamiento.

En estos años, además, la expresión “**te hago un Bizum**” se ha popularizado progresivamente hasta formar parte de nuestro lenguaje diario. En este sentido, cabe destacar el importe medio de Bizum (44€ por operación en febrero/20, frente a los aproximadamente 400€ del total de transferencias inmediatas) lo que demuestra su utilización en **pagos cotidianos, sustituyendo transacciones entre personas que hasta ahora se venían haciendo con dinero físico** (pago de regalos, comidas conjuntas, gastos compartidos de viajes, alquileres, ocio, ...). Ése era (y es) el principal objetivo de Bizum: ofrecer al cliente un medio de pago digital, basado en su teléfono móvil, inmediato, sencillo y seguro, que pueda preferir al efectivo.

Así mismo, durante este periodo, se han ido también incorporando a Bizum **nuevas funcionalidades y casos de uso**, tales como donaciones a ONGs (C2ONG), con más de 300 ONGs adheridas; pagos de empresas a consumidores (MK2C), principalmente con fines de marketing: premios, beneficios acumulados, ...; mensajes complementarios al pago con contenido enriquecido (texto, emoticones, fotos, ...); envíos y solicitudes múltiples; así como otros servicios diferenciales ofrecidos por cada banco (reparto de un gasto, integración con teclados, *chatbots*, SIRI, ...).

En la última mitad de 2019 se ha producido también el lanzamiento comercial de un nue-



vo caso de uso **crucial para Bizum: el pago en comercio electrónico** (P2eM, o “C2eR” en terminología Bizum), apoyado en una campaña digital de publicidad que arrancó a mitad de noviembre y en acuerdos de promoción conjunta con importantes comercios.

Con Bizum, el usuario puede comprar en las tiendas web **con solo su número de móvil**, sin necesidad de meter datos de su tarjeta o de su cuenta, lo que permite un pago más sencillo y rápido y menores tasas de abandono. Para el comercio, además, la compra con Bizum tiene la consideración de “comercio electrónico seguro” al cumplirse, por supuesto, los requerimientos de autenticación reforzada (SCA) derivados de PSD2. También tiene la ventaja de que los procedimientos operativos de Bizum son equivalentes a los que ya utiliza con otros instrumentos bancarios (devoluciones, compra en dos pasos, gestión de disputas, control y gestión del fraude, etc.).

La declaración del estado de alarma el pasado 14 de marzo de 2020 por la crisis sanitaria del COVID-19 ha tenido un significativo impacto en Bizum como en prácticamente todos los ámbitos de la sociedad española. Curiosamente, tras el shock que supuso dicha declaración, la adhesión de usuarios a Bizum tuvo una clara recuperación, de modo que se alcanzaron las 434.000 nuevas altas en marzo/20, un 6% más que en febrero. De hecho, en las siguientes semanas se consolidó esta tendencia, estando previsto sumar prácticamente otros 500.000 nuevos usuarios en abril/20, lo que permitirá superar los 8 millones a final de mes.

En cambio, las operaciones de pago entre particulares (C2C) se han visto reducidas en aproximadamente un 30%, mientras que el pago en comercio electrónico (C2eR, aún incipiente en Bizum) ha crecido en torno al 60% (a pesar de la práctica eliminación de las ventas en sectores de ocio, viajes, etc.). Una primera interpretación (aún temprana) apunta a que

los usuarios siguen percibiendo claramente útil Bizum y, por tanto, dándose de alta y usándolo, aunque no con la recurrencia anterior debido a la nueva situación. Previsiblemente, su aprovechamiento en nuevos usos como alternativa el efectivo en pagos de proximidad o remotos (cuando alguien hace la compra para otros en supermercados y farmacias, pago de suscripciones compartidas, entretenimiento y formación, incluso su utilización en juegos grupales vía telemática, etc.) ha compensado, pero solo parcialmente, su tradicional empleo en actividades con un fuerte componente social (comidas y cenas conjuntas, pago compartido de actividades, ...), prácticamente desaparecidas durante el confinamiento. Y ello ocasionando un incremento coyuntural del importe medio que ha pasado de 44€ en febrero a 55€ en marzo/20. Por última, es relevante los más de 1,2 millones de euros recaudados a través de Bizum por las ONGs adheridas durante las semanas de la crisis, demostrando la idoneidad de este caso de uso (C2ONG) para facilitar donaciones espontáneas ante situaciones de emergencia.

El futuro de Bizum

Bizum seguirá avanzando en su objetivo de **generar un ecosistema de pagos**, creado por sus entidades para dar valor a sus clientes, que refuerce su posicionamiento de mercado ante la apertura a terceros que supone la PSD2, ofreciendo a dichos clientes una solución de pago **inmediato con su cuenta y desde su teléfono móvil como mejor alternativa al efectivo**. Para ello, sus principales líneas de actuación en 2020 serán:

- Seguir aprovechando el pago entre particulares (C2C) y el resto de casos de uso (C2eR, C2ONG, MK2C, ...) para mantener la **extensión viral de Bizum**, con el



objetivo en 2020 de **duplicar el número de usuarios (hasta alcanzar los 12 millones a final de año)** y triplicar el número de transacciones (hasta 180 millones en el ejercicio).

- Focalizar la acción comercial en la **extensión del pago en comercio electrónico (C2eR)**, aprovechando acuerdos de promoción conjunta con comercios relevantes.
- **Evolucionar progresivamente la UX de partida de C2eR** con soluciones particulares adaptadas a distintos tipos de comercios, empresas y/o canales.
- Explorar el uso de Bizum en determinados **nichos de oportunidad que puedan identificarse para pago presencial (P2M, o “C2R” en terminología Bizum) o en otros entornos** que aporten valor diferencial a los clientes y/o que conlleven, en general, desplazamiento del efectivo. De hecho, en 2020 alumbrará la primera experiencia con Bizum en comercio presencial mediante código QR.
- Abordar la **apertura de Bizum a otros canales y aplicaciones no bancarias**, que permitan a terceros resolver sus necesidades de pago en dichas aplicaciones, siempre respetando el papel de las entidades adheridas, a la vez que explorando alianzas y oportunidades de colaboración con estos agentes.

3.5. ¿Y EUROPA?

El ERPB, directamente, o a través del EPC, mantiene una **importante labor de estandarización** a través de distintos foros y grupos de trabajo, entre los que cabe destacar los siguientes:

- ERPB Working Group on Instant Payments: para definir requerimientos para

obtener un alcance paneuropeo para pagos SCT Inst en terminales punto de venta.

- ERPB Working Group on SEPA API Scheme: para definir casos de uso a partir de la apertura de APIs prevista por PSD2.
- EPC Multi-Stakeholder Group on Mobile Initiated iSCT Interoperability: para definir reglas de interoperabilidad en pagos P2P, C2B y B2B, incluyendo estandarización de códigos QR.
- EPC Multi-Stakeholder Group on Request-to-pay: para soporte de solicitudes de pago bajo mensajería ISO 20022 en múltiples casos.
- EPC Task Force on Recognition Mark.
- **EPC Service Proxy Lookup (SPL) – Scheme Participant Group (SPG).**

Bizum participa directamente en los dos últimos. Es especialmente relevante el SPL-SPG que ha definido el “rulebook” de un esquema basado en la interoperabilidad de distintos participantes mediante un buscador central que permita la interconexión de sus Directorios (que, como el de Bizum, vinculan cuentas e identificadores de sus respectivos clientes, tales como números de móvil o emails), hasta la fecha focalizado solo en P2P.

No obstante, la estandarización es una condición necesaria pero no suficiente para la interoperabilidad. Para disponer de una verdadera solución de pago paneuropea se requiere construir sobre aquella **acuerdos comerciales** entre distintos operadores que definan otros elementos fundamentales (al igual que ha hecho Bizum en España): marca (para identificar la aceptación), solución de pago (esto es, tecnología y experiencia de usuario) en los distintos casos de uso, procedimientos operativos de gestión de disputas, fraude, ..., y, especialmente, un modelo de negocio que permita



remunerar razonablemente a todos los actores en función de sus inversiones y costes; también que posibilite a los participantes ofrecer servicios diferenciales y de valor añadido sobre el esquema común.

En paralelo, en agosto de 2019 se anunció la constitución de la “**European Mobile Payment Systems Association**” (EMPSA) por 7 proveedores de pagos móviles: Bluecode (Alemania y Austria), Swish (Suecia), Vipps (Noruega), MobilePay (Dinamarca), Twint (Suiza), Bancontact Payconiq (Bélgica) y MBWay (Portugal); asociación a la que también fue invitada Bizum. No obstante, los proveedores más extendidos de estos están fuera de la zona euro (p.e. países nórdicos) y fueron puestos en marcha antes del esquema SCT Ints, por lo que no siempre usan transferencias inmediatas todavía y, en general, suelen apoyarse en tarjeta (en exclusiva y/o junto a la cuenta corriente).

Por último, en noviembre de 2019 ha trascendido en prensa una iniciativa, al parecer apoyada desde el Banco Central Europeo (BCE), liderada por hasta 20 de los principales europeos (EPI, “*European Payment Initiative*”) con el objetivo de crear un esquema paneuropeo de pagos. Sin duda, esta iniciativa deberá tener en cuenta, por un lado, las anteriores experiencias similares que en el pasado no salieron adelante y, por otro, el tradicional debate entre construir un esquema “de cero” o aprovechar los sistemas y soluciones ya existentes en los distintos mercados domésticos.

4. SANDBOX, LA MAYOR INNOVACIÓN FINANCIERA Y REGULATORIA DEL SIGLO XXI

4.1. QUE ES UN SANDBOX FINTECH

El *Sandbox FinTech* es posiblemente una de

las mayores innovaciones del siglo XXI en términos de regulación y supervisión en el sector financiero, así como una de las mejores soluciones para permitir que la innovación financiera se acelere a la vez que controla y limita los riesgos que puedan afectar al consumidor final.

¿Pero que es realmente un *Sandbox*? Una definición completa podría ser aquel entorno controlado o espacio seguro de pruebas en el que las *start-ups FinTech*, entidades financieras, aseguradoras, corporaciones o universidades puedan llevar proyectos innovadores a los supervisores para su supervisión y puesta en marcha.

La terminología “Sandbox” viene derivada de la jerga informática, donde, en un espacio controlado (Sandbox), los programadores pueden experimentar con nuevos desarrollos de software aún no comercializados.

Otra forma de *Sandbox* nace del mundo farmacéutico donde antes de poner a distribuir a la población en general un nuevo fármaco se prueba en un entorno muy reducido y controlado. Si esto lo llevamos al sector financiero y de seguros, sería probar toda la innovación en tecnología y modelos de negocio aplicados a este sector en un entorno igualmente controlado y muy de cerca por los supervisores.

El *Sandbox* tiene también como objetivo promover una competencia más efectiva en interés de los consumidores al permitir que las empresas prueben productos, servicios y modelos comerciales innovadores en un entorno de mercado real, al tiempo que se aseguran de que existan salvaguardas y garantías adecuadas.

4.2 EL SANDBOX FINTECH ESPAÑOL

La Asociación Española de *FinTech* e *InsurTech* publicó un Libro Blanco en marzo de 2018 en el que ponía de manifiesto la necesidad de



la puesta en marcha de un *Sandbox FinTech* para España. En él no solo mencionaba cómo debía ser, sino además como debía adaptarse al marco normativo continental, muy diferente del anglosajón. Y es que, hasta ese momento, el *Sandbox* que estaba funcionando era el inglés.

El Ministerio de Economía consciente de su necesidad se puso manos a la obra para trabajar de la mano de toda la industria para desarrollar el ante-proyecto de ley de “Transformación Digital del Sistema Financiero” que ha sido y es una referencia a nivel internacional por su amplitud, flexibilidad y ambición. Este ante-proyecto fue aprobado por el Consejo de Ministros el 22 de febrero de 2019 y está pendiente del trámite parlamentario correspondiente, una vez haya gobierno, para su aprobación como ley ordinaria.

El *Sandbox* propuesto por el regulador español es el más ambicioso del mundo ya que incluye las dos posibles modalidades que hoy existen dentro de un *Sandbox*:

4.3. MODALIDAD DE EXENCIÓN

El *Sandbox* permitiría, bajo la modalidad de exención, que las entidades *FinTech* e *InsurTech* disfruten de un periodo de pruebas en el que puedan ir alcanzando los requisitos de obtención ordinaria de una licencia, para operar, por ejemplo, en el mercado de valores, bancario, servicios de pago o asegurador (tales como requisitos de capital, solvencia, gobierno corporativo, etc.) gradual y progresivamente. De esta manera no se les exigiría el cumplimiento de todos estos requisitos al inicio, lo que podría suponer un claro obstáculo para la viabilidad económica y la supervivencia de muchas de estas empresas, sino en sucesivos estados graduales a medida que vayan alcanzando un cierto estado de madurez. La innovación sería un factor esencial para la aplicación de la exención.

4.4. MODALIDAD DE NO SUJECIÓN

Por otro lado, bajo la modalidad de no sujeción, el *Sandbox* permitiría que las entidades *FinTech* e *InsurTech* que realicen actividades no expresamente reguladas hasta la fecha (por ejemplo ICOs, *neobanks* o intermediación de criptomonedas) empiecen a probar sus productos en un espacio de pruebas seguro o controlado permitiendo así lanzar este tipo de productos y servicios innovadores al mercado con el respaldo de los reguladores y con el consiguiente beneficio para el cliente final y para el propio mercado, aportando una mayor seguridad jurídica y confianza.

4.5. FUNCIONAMIENTO DEL SANDBOX

El *Sandbox FinTech* está previsto que funcione en las cuatro siguientes fases:

- Fase de solicitud: Se presentan las candidaturas de los proyectos que planeen entrar al *Sandbox* bajo un modelo de ventanilla única, siendo la Secretaría General del Tesoro el órgano ante el cual se presenten las solicitudes de acceso.
- Fase de evaluación previa: Las candidaturas serán evaluadas por el organismo supervisor competente y se procederá a emitir una resolución motivada sobre su admisibilidad en el *Sandbox*. En caso de que el proyecto afecte al ámbito competencial de más de un supervisor, la candidatura será evaluada en conjunto por los supervisores que resulten competentes a tal efecto.
- Fase de pruebas: Una vez se haya determinado que el proyecto es susceptible de acceder al *Sandbox* se deberá suscribir un protocolo de pruebas entre la autoridad



que actuará de supervisor en el que se detallan, entre otras cosas, los términos en los que se realizarán las pruebas, la duración de estas, el número de clientes que consienten expresamente formar parte del proyecto o el régimen de garantías que el promotor del proyecto habrá de proporcionar. La duración normal de las pruebas será de 6 meses prorrogables por otros 6 más en caso de que así se estime conveniente.

- Fase de salida: Tras haber concluido el periodo de pruebas puede ser que el supervisor determine la viabilidad del proyecto, y en el caso de que se busque obtener una licencia, los plazos se verían reducidos a la mitad. También puede ocurrir que el proyecto sea declarado no susceptible para operar en el mercado, o que, como se ha mencionado anteriormente, el supervisor determine que las pruebas deben prorrogarse.

Sin duda un *Sandbox* en España le daría un gran estímulo a la innovación financiera, existiendo una importante ventana de oportunidad, ya que son muy pocos los países que han puesto en marcha un marco de pruebas para mejorar la regulación financiera tan ambicioso como el que se plantea.

Para entenderlo, en el siguiente bloque se detalla su impacto en los diferentes *stakeholders* de un país.

4.6. IMPACTO EN STAKEHOLDERS

1) Reguladores

- a) Actualización normativa: Este instrumento permitirá tener un entorno para la observación de la innovación y de cómo los marcos regulatorios deben adaptarse a los cambios que el sector *Fin-*

Tech y del sector financiero, adaptando la normativa o los protocolos a lo que el sector demanda.

- b) Anticipación normativa: el hecho de que el regulador esté en constante contacto con la última innovación puede ayudar a anticipar normativas o nueva supervisión que permita adelantarse a nuevos modelos de negocio existentes acelerando la innovación o limitando los riesgos para los usuarios.
- c) Ventaja competitiva: se ha demostrado que aquellos países con *Sandbox* suelen atraer a más empresas, talento e inversión por el hecho de poder plantear y regular modelos innovadores y que puedan ser analizados y validados en el tiempo.

2) Supervisores

- a) Identificación de la innovación y anticipación supervisora: Para los supervisores es una gran oportunidad poder analizar qué modelos de negocio y cómo se están utilizando las nuevas tecnologías de “última milla” a través de las cohortes u oleadas del *Sandbox*. Esto puede hacer identificar o mejorar aspectos supervisores, que igual de otra forma no habría podido conocer.
- b) Cercanía con la industria: Una de las grandes necesidades para acelerar la innovación es crear espacios donde los supervisores y el sector financiero en general, y el *Fintech* en particular, puedan tratar temas relacionados con innovación disruptiva o nuevas tecnologías.
- c) Control de sostenibilidad financiera y minimización de riesgos: Es un instrumento óptimo para que los supervisores puedan tener cerca las últimas innovaciones y se desarrolle un aprendizaje



mutuo sobre los riesgos y oportunidades de la aplicación de nuevas tecnologías a los nuevos modelos de negocio.

- d) Interlocución inter-supervisor: se crea un espacio donde los tres supervisores (Banco de España, Comisión Nacional del Mercado de Valores y Dirección General de Seguros y Fondo de Pensiones) y otros agentes (Agencia Española de Protección de datos, SEPBLAC...) puedan trabajar conjuntamente con proyectos innovadores que puedan afectar a diferentes áreas.
 - e) Transformación digital interna: Los supervisores tendrán la necesidad de dimensionar con el tiempo los departamentos de innovación impulsando iniciativas internas *RegTech* y *SupTech* para la digitalización de procesos supervisores actuales.
- 3) FinTech, InsurTech y emprendedores**
- a) Espacio de prueba: Permite tener un entorno de trabajo donde se puedan lanzar de forma controlada nuevos modelos de negocio financiero o de seguros que sean intensivos en el uso de datos y nuevas tecnologías para obtener soluciones innovadoras y más eficientes para los clientes.
 - b) Atracción y retención de talento: Hoy en día muchos emprendedores eligen el lugar donde lanzar sus *startups* en función de la facilidad de la puesta en marcha de su modelo de negocio, evaluando en primera estancia las licencias y los marcos regulatorios. Un *Sandbox* puede evitar la salida de talento emprendedor de un país. Según la AEFI, el *Sandbox* español podría generar más de 4.000 empleos en 2 años de funcionamiento.
 - c) Atracción de Innovación: La puesta

en marcha de un *Sandbox* dentro de la Unión Europea atraerá sin duda proyectos de *FinTech*, *InsurTech* y *RegTech* de otros estados miembros que no cuenten con marcos regulatorios tan atractivos. Bien estén regulados o no.

- d) Aceleración de proyectos complejos: Uno de los primeros obstáculos a los que se enfrentan las entidades *FinTech* es, precisamente, el complejo sistema burocrático tan difícil de navegar en los primeros compases de vida de estas nuevas entidades. Un entorno de pruebas controlado ayudaría a aligerar la carga burocrática y, también, a proporcionar seguridad jurídica a aquellas entidades que pretenden operar en el mercado, pero desconocen la regulación financiera tradicional.
- e) Ventanilla única - Fácil interlocución con distintos supervisores que existen así como con otros organismos involucrados.

4) Sector financiero y seguros tradicional

- a) Puesta en marcha de proyectos innovadores: Uno de los grandes ralentizadores de los proyectos más innovadores en las entidades financieras y aseguradoras con los propios equipos legales y de cumplimiento normativo, que en ocasiones pueden parar proyectos por no existir un marco legal claro al respecto. Por este motivo, el *Sandbox* es un instrumento ideal para que esos proyectos se puedan manejar con los supervisores de forma controlada, evitando posibles efectos reputacionales o riesgos para los clientes.
- b) Impulso real a la innovación abierta y al *open banking*: una de las asignaturas pendientes de la banca europea es la



realización de proyectos conjuntamente con compañías *FinTech* y su puesta en marcha con éxito en términos de escala y producción. El *Sandbox* está diseñado para que las grandes corporaciones puedan ir de la mano de las *startups* más innovadoras y disruptivas para la co-creación de proyectos de gran valor.

5) Clientes y usuarios

- a) Seguridad: Posiblemente sea la base de la existencia de los *Sandbox*, la seguridad de los clientes y usuarios. El hecho de que la puesta en marcha de cualquiera de estos proyectos esté limitada en clientes, activos, transacciones o inversiones, unido a la necesidad de avales o garantías en caso de algún riesgo, hace que sea el espacio perfecto para desarrollar innovación minimizando los riesgos.
- b) Mayor competencia: Al permitir inicialmente el cumplimiento limitado de normas establecidas para los proyectos más innovadores, permite mejorar las barreras de entrada a las actividades, favoreciendo el aumento de la competencia. Esto sin duda, redundará en la mejora de los productos y servicios puestos a disposición del consumidor final. Con el *Sandbox* se facilitaría la entrada al mercado de nuevas compañías, todo ello en beneficio para el cliente final. Por ejemplo, con más y mejores productos y servicios, rebaja de los precios o la innovación tecnológica.
- c) Reducción de costes: los *Sandbox* al final son procesos acelerados para la implementación de la innovación, haciendo que el tiempo de lanzamiento al mercado de los productos y servicios innovadores de *FinTech* e *InsurTech* sea menor que por los canales habituales no diseñados para ello.

6) Inversores

- a) Atracción de inversión: Según un estudio de *Finnovating*, las compañías *FinTech* que habían participado en el *Sandbox* inglés habían obtenido una inversión media de más de 6 millones de libras, generando un auténtico imán para fondos interesados en inversión *FinTech*. Este es uno de los principales motivos por los que Reino Unido sigue liderando la inversión en este sector, con el 50% de la inversión total de toda Europa, según los informes de inversión *FinTech* europea de *Finnovating*.
- b) Fondos *Sandbox*: cada vez más, se crean fondos específicos para invertir en compañías que entren al *Sandbox*, ya que tener un modelo innovador con el visto bueno del supervisor o el regulador, es una gran garantía de éxito.

7) Sostenibilidad social

- a) Impacto en Sostenibilidad: Naciones Unidas puso en marcha los 17 objetivos de desarrollo sostenible hasta 2030, donde las *FinTech* tendrán un peso muy importante. Por este motivo, los *Sandbox* pueden permitir la inclusión financiera, tanto de *unbanked* como de *underbanked*, así como la democratización de muchos productos y servicios hoy no accesibles para los estratos más excluidos. Existen casos en los que las *FinTech*, por sus modelos digitales in “legacy” pueden ofrecer productos o servicios apenas rentables, pero con un gran impacto en la sostenibilidad social del país.

4.7. CASOS DE ÉXITO: REINO UNIDO

Tras 5 convocatorias desde la implementa-



ción de *Sandbox* en Reino Unido, se observan los siguientes hechos (<https://www.fca.org.uk/publications/research/impact-and-effectiveness-innovate>):

- 1) El 90% de las empresas que formaron parte de las pruebas dentro del espacio controlado del *Sandbox*, continuaron su actividad empresarial inmediatamente después de completar el periodo de prueba y la mayoría, a día de hoy, siguen en funcionamiento.
- 2) En la primera convocatoria del *Sandbox*, las *startups* recibieron un total de 135 millones de libras en fondos de capital total. Este hecho demuestra que los inversores consideran una ventaja invertir en aquellas empresas que cuentan con seguridad y certeza jurídica.
- 3) Existe un aumento considerable de los acuerdos entre empresas ya establecidas en el mercado y aquellas *startups* que entran en el *Sandbox*. Formar parte del *Sandbox* ayuda a evaluar sus propuestas de asociación atendiendo a sus necesidades específicas. El 50% de las *startups* testadas en él han llevado a cabo acuerdos societarios con una empresa de mayor tamaño y recorrido en el mercado.
- 4) Desde la primera convocatoria del *Sandbox*, se ha visto una creciente competencia efectiva. Existe, por tanto, una mayor presión competitiva, haciendo que las empresas que dominaban el mercado, mejoren las ofertas existentes en interés de los consumidores. La competencia aumenta y los participantes del mercado se ven obligados a poner al cliente más en el centro. Aunque todavía es una fase temprana para asegurar una conexión intrínseca al inicio de convocatorias del *Sandbox*, actualmente ya se puede observar que hay más oferta y de mayor calidad.

4.8. CONCLUSIONES SOBRE EL SANDBOX

Tras lo visto, podemos decir que la creación e implementación de los *Sandbox* regulatorios cumplen los cuatro grandes objetivos que cualquier país que quiera liderar la innovación financiera debe llevar a cabo:

- Control de sostenibilidad financiera y minimización de riesgos, teniendo los supervisores cerca la innovación para ver cómo puede desarrollarse dentro de los marcos existentes o, en su caso crearlos a medida.
- La mitigación y adaptación de la carga regulatoria que han de soportar proyectos innovadores, y que, a su vez, pueden comprometer su viabilidad, facilitando a los organismos supervisores y reguladores puedan comprender, de primera mano, en qué consisten estas nuevas actividades.
- Creación de un espacio ideal para fomentar el desarrollo la innovación abierta y la colaboración entre el sector tradicional y las *FinTech* e *InsurTech*.
- La atracción de emprendimiento e inversión internacional.

Por tanto, la implantación de un *Sandbox* en España implicaría múltiples ventajas para el desarrollo del sector *FinTech* e *InsurTech* destacando, entre ellas, las que aquí avanzamos.

- 1) Crecimiento del sector. Es indudable que contar con una regulación adaptada y proporcional a las necesidades de entidades que se encuentran en estados primigenios de desarrollo o maduración, puede suponer tanto un revulsivo a su creación, como un abaratamiento de costes y tiempo en el lanzamiento al mercado de los productos y servicios de dichas entidades.



- 2) Seguridad y certeza jurídica. La implementación del *Sandbox* puede permitir que algunas de las empresas *FinTech* e *InsurTech* disfruten del periodo de pruebas para que puedan ir alcanzando los requisitos de obtención de una licencia ordinaria gradual y progresivamente. De esta manera no se les exigiría el cumplimiento de todos estos requisitos al inicio, haciendo que muchos de los modelos de negocio con tecnología disruptiva, tengan cabida en el mercado ayudando a su florecimiento de una forma segura y dentro de la legalidad.
- 3) Competitividad a nivel internacional. Estamos viendo como empresas que cuentan con un gran talento y potencial a nivel de innovación y desarrollo de modelos de negocio, ven la necesidad de lanzar sus productos fuera de nuestro país. Con la implantación del *Sandbox*, se conseguiría una concentración del talento en España, así como una mayor atracción internacional tanto a nivel jurídico, como económico y de inversión. Además, no solo ayudará a las *startups* en particular, si no a las empresas ya asentadas en el mercado, mejorando su enfoque a nivel de organización al expandir sus capacidades y estrategias de innovación, respondiendo a casos específicos mediante el lanzamiento de nuevos productos y servicios similares más eficaces y eficientes.
- 4) Aumento de la oferta y la calidad de servicios *FinTech* e *InsurTech*, creando una competencia efectiva en el mercado. Esto se verá reflejado en el beneficio último del consumidor final, ya que, al existir más competencia, se abaratarán los precios y se mejorará el servicio, desembocando así en un beneficio social y, por lo tanto, de interés público.

5. DIVISAS DIGITALES Y *STABLECOINS*

De forma alternativa a la infraestructura actual de los mercados financieros, desde el lanzamiento de *Bitcoin* basado en tecnología *Blockchain* se ha venido desarrollando una infraestructura basada en el uso de tecnologías descentralizadas con el propósito inicial de construir un metasisistema financiero que no requiriese organismos centrales para su administración.

De acuerdo con las definiciones que ha establecido el *Financial Stability Board (FSB)* y que están sirviendo de base a los distintos análisis en los que se basarán los desarrollos regulatorios futuros, se definen las tecnologías distribuidas o *DLT (Distributed Ledger Technology)* como un medio para registrar información de forma consistente en una red de nodos encargados de proponer, validar y registrar cambios de estado en dicha información, siendo una cadena de bloques o *Blockchain* una forma de *DLT* en el que la información se registra en bloques, que a su vez dependen de la información registrada en bloques previos para garantizar su inmutabilidad y trazabilidad.

En este entorno han venido apareciendo distintos tipos de *cryptoactivos*, basados principalmente en cadenas de bloques, para su registro mediante el uso de criptografía como una representación de valor económico. Probablemente los dos casos más conocidos sean *Bitcoin* y *Ether* como medios aceptados para el intercambio de valor entre determinadas personas, si bien no se encuentran sustentados por activos reales ni emitidos por un banco central ni una autoridad pública, ni están sometidos a una regulación homogénea en todo el mundo. De acuerdo a la definición de la EBA serían lo que se denomina *Virtual Currency*. Esta situación les ha conferido un comportamiento muy volátil y por tanto muy especulativo, que no ha permitido su uso generalizado en las transac-



ciones realizadas por el público en general. En este punto cabe recordar que la EBA emitió dos notas en julio de 2014 y en enero de 2019, en el que mantenía su recomendación de que los bancos no comprasen, vendiesen o mantuviesen *virtual currencies*.

Por otra parte, se ha venido generalizando el uso de *Digital Tokens* (o ficha digital) como representación de un valor, de un derecho a recibir beneficios o a acceder a determinados servicios que ya están siendo clasificadas por las autoridades como:

- Security Tokens, que pueden asimilarse a productos de deuda o capital y por tanto sujetos a la regulación de los mercados de valores
- Utility Tokens, que permiten acceder a un servicio o recibir un producto.

Las operaciones a través de las cuales estos *tokens* son emitidos por las empresas para financiar su actividad se denominan *ICOs* (Initial Coin Offerings)

En este punto es muy relevante señalar que en la actualidad ya sería legal emitir *Digital Tokens* como representación de una moneda de curso legal, por ejemplo, el euro utilizando la regulación establecida por la Directiva de Dinero Electrónico. Cabe recordar que la regulación es neutral a la tecnología utilizada para su implantación, por lo que la emisión de una *Divisa Digital* como representación 1 a 1 de un euro puede, y de hecho ya se está haciendo, ser realizada por una EDE bajo la regulación actual. Si la operativa de dicho dinero electrónico (*e-money*) se realiza utilizando redes distribuidas o se registra en cadenas de bloques o se le dota de seguridad utilizando procedimientos criptográficos, nada de ello invalida su carácter de dinero electrónico si cumple con los requerimientos establecidos en la normativa.

En este escenario han adquirido especial relevancia dos figuras:

- *StableCoins* o cryptoactivo diseñado para mantener un valor estable con respecto a una divisa o una cesta de divisas
- *Central Bank Digital Currencies* o *Digital Token* emitido por un banco central como representación de su divisa.

La primera de ellas ha ganado relevancia por el anuncio de un consorcio privado de empresas, liderado por Facebook, del lanzamiento de Libra como una *criptodivisa* mundial de baja volatilidad basada en *Blockchain*. La segunda, por la reacción de las distintas autoridades y bancos centrales ante la amenaza para la estabilidad del sistema financiero del uso de dicha *criptodivisa* por más de 2.000 millones de potenciales usuarios a la distancia de un *click* en su app móvil u ordenador.

5.1. LIBRA

La Asociación Libra, respaldada por 24 empresas a nivel mundial, se ha constituido como una entidad sin ánimo de lucro con sede en Ginebra, habiendo solicitado recientemente una licencia de entidad de pago bajo legislación suiza.

Según su propia declaración en su documento fundacional, pretenden crear una *Blockchain* descentralizada para gestionar una *criptomoneda* de baja volatilidad y una plataforma de contratos inteligentes con el objetivo de empoderar a miles de millones de personas y la innovación responsable de los servicios financieros.

Adicionalmente, han establecido que los poseedores de LIBRA no recibirán intereses.

Para ello, se configurará la Reserva de Libra, como reserva de activos reales basada en una cesta de divisas, que según algunas infor-



maciones no confirmadas estaría formada por el dólar americano, la libra esterlina, el yen japonés, el euro y el dólar de Singapur, con una configuración similar a los Derechos Especiales de Giro creados por el FMI en 1969 como unidad de cuenta y que se compone de 42% US dólar, 31% euro, 11% yuan, 8% Yen y 8% libra esterlina.

Esta circunstancia se ha visto reforzada recientemente por la publicación de su versión 2.0 en la que se confirma que existirán versiones de Libra que repliquen 1:1 las principales divisas que componen su reserva: dólar, euro, yen, dólar de Singapur y libra esterlina, abriendo su uso, sin riesgo de cambio, a los ciudadanos de las principales economías.

Desde un punto de vista regulatorio, han declarado de forma reiterada su compromiso a replicar las protecciones legales existentes en las divisas actuales, así como facilitar el cumplimiento normativo en términos de prevención del blanqueo de capitales, la financiación ilícita y el conocimiento del cliente.

Es por ello que, si bien, no se ha establecido formalmente bajo qué forma operaría en el ámbito de la Unión Europea, el diseño comunicado permitiría aventurar con poco margen de error que Libra podría ser considerada como dinero electrónico bajo la regulación europea y operaría bajo la estructura de una Entidad de Dinero Electrónico.

En el último punto de este trabajo se analizan algunos de los riesgos que los nuevos modelos de negocio, entre los que se encontraría Libra, podrían suponer para la estabilidad del sistema financiero si no se implementan de forma ordenada.

5.2. CDBC (CENTRAL BANK DIGITAL CURRENCIES)

A la luz del anuncio realizado por Libra se

han incrementado de forma sustancial los análisis y trabajos en relación a la conveniencia o no de la emisión de Divisas Digitales directamente por parte de los bancos centrales como respuesta a la iniciativa de Facebook.

En cualquier caso la idea es relativamente simple, sustituyendo la emisión de dinero en efectivo por representaciones digitales que pudiesen ser operadas por los ciudadanos directamente.

Esta operación se realizaría fuera del sistema bancario mediante el uso de *wallets* custodiados por terceros, incluidos los propios bancos, pero que por su propia naturaleza de dinero electrónico no estaría sujeto a coeficiente de reserva y por tanto no estaría disponible para ser prestado por parte de los bancos, a menos que se depositase en cuentas a la vista, de forma similar a cuando ingresamos efectivo en nuestra cuenta corriente.

Sin embargo, las obligaciones inherentes al dinero electrónico, tales como prevención de blanqueo, conocimiento de cliente, riesgos reputacionales o amenazas de ciberseguridad aconsejarían un enfoque diferente, tal y como, se propone en algunos documentos de trabajo del FMI donde se sugiere la creación de lo que denominan *Synthetic – Central bank Digital Currency*. Bajo este modelo, las divisas digitales serían emitidas por entidades financieras reguladas autorizadas a depositar directamente los fondos recibidos por la emisión de *sCBDC* en cuentas del banco central.

De esta forma, toda la relación final con los clientes y los requerimientos regulatorios asociados quedarían bajo la responsabilidad de estas nuevas entidades, descargando al banco central de dicha carga. No obstante, algún tipo de procedimiento de mutualización debería realizarse para eliminar el riesgo de contrapartida individual de los emisores y que el dinero fuera realmente fungible entre todas ellas.

En cualquier caso, las potenciales inestabi-



lidades que podrían generarse ante un movimiento masivo de fondos hacia este nuevo producto deberían analizarse en mayor detalle, especialmente en el entorno de tipos negativos actual. Algunos impactos se analizan en el último punto de este trabajo.

5.3. ESTABILIDAD FINANCIERA E INNOVACIÓN

Uno de los elementos más relevantes a la hora de analizar el efecto de la innovación en el sistema financiero es el impacto que los nuevos modelos de negocio puedan tener en la estabilidad del sistema financiero y en los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Esta situación es especialmente relevante en el momento actual si se confirma un uso intensivo de las licencias de Entidad de Pago y de Entidad de Dinero Electrónico como vehículos para la entrega de nuevos servicios financieros. Estos vehículos son los que estarían anunciando las grandes empresas tecnológicas para prestar sus servicios en el ámbito financiero.

Si tenemos en cuenta que estas empresas funcionan bajo el modelo de Plataforma con el objetivo último de poner en contacto a clientes y proveedores, los efectos de red clásicos de los dichos modelos podrían provocar el traslado de saldos desde cuentas corrientes a cuentas de pago, con los consiguientes efectos sobre el sistema financiero.

Si bien, desde el punto de vista de un cliente final, los servicios asociados a transaccionalidad básica, especialmente relacionados con el mundo de los pagos, pueden construirse indistintamente desde una Entidad de Crédito, que administra cuentas corrientes, o desde una Entidad de Pago (EP) o de Dinero Electrónico (EDE), que administra cuentas de pago, los efectos sobre el sistema financiero no son simétricos.

Esto se debe principalmente a que las Entidades de Crédito y Bancos tienen como misión principal financiar la economía poniendo en contacto a los agentes con excedentes de fondos y a los agentes con déficit de fondos, transformando importes, plazos y riesgos, esto es, conceder préstamos a diferentes plazos con un porcentaje de los fondos depositados por los clientes. Esto es lo que se denominaría Modelo de Reserva Fraccionaria o de Coeficiente de Caja.

Sin embargo, las EPs o EDEs deben cumplir con una obligación principal: los fondos que reciben no pueden ser prestados y deben estar depositados en una entidad de crédito o invertidos en activos líquidos de alta calidad.

Si bien estos fondos están depositados en un banco, este no puede utilizarlos para prestarlos al tener que cumplir con los requerimientos del Ratio de Cobertura de Liquidez o LCR (Liquidity Coverage Ratio) establecidos por Basilea. Este ratio, creado tras la crisis de 2008, establece que una entidad de crédito debe tener invertido en activos líquidos de alta calidad el mismo importe que venza en los siguientes 30 días ponderado en función del depositante. En el caso de entidades reguladas o institucionales, este ratio se fija en el 100%, lo que impone de facto un Modelo de Reserva Plena para el negocio mayorista.

Esto significa en la práctica que todos los fondos derivados a Entidades de Pago o a Entidades de Crédito provenientes de Entidades de Crédito reducirían la masa monetaria disponible para ser prestada o si fuera muy relevante en relación al tamaño del sistema podría llegar a generar una crisis de liquidez en alguna entidad de crédito.

¿Es este un escenario posible? Teniendo en cuenta que las grandes tecnológicas operarían inicialmente bajo el modelo de Entidad de Pago y que las *stablecoins* como Libra, probablemente operarían bajo una licencia de EDE, su



acceso inmediato a millones de clientes, que ya son usuarios de sus servicios de Plataforma, podrían traspasar parte de sus fondos a dichas entidades de forma prácticamente instantánea.

La situación no sería muy diferente en el caso de utilizar las denominadas s-CDBC ya que el efecto final sería el depósito de dichos fondos en cuentas del Banco Central, por lo que un movimiento masivo, especialmente en el entorno de tipos de interés negativos en el que nos encontramos, podría tener efectos no deseados sobre la estabilidad del sistema financiero, especialmente al considerar al banco central como entidad sin riesgo de contrapartida.

El primer punto a evaluar sería si el modelo bancario sobre el que se quiere trabajar estructuralmente está basado en un modelo fraccionario o en un modelo de reserva total. En el primero de ellos, la masa monetaria disponible para ser prestada a la economía sería superior que en el segundo caso, que debería complementarla a través de mecanismos propio de los mercados de capitales, que se encuentran menos desarrollados a nivel minorista en Europa. En cualquier caso, es especialmente relevante tener en cuenta que las tecnologías disponibles actualmente permitirían el paso de un modelo a otro de forma acelerada, exponencial, lo cual podría provocar situaciones de tensión no deseadas.

Este análisis, probablemente se ha vuelto muy relevante ante la nueva situación en el que se está utilizando el sistema bancario tradicional como canalizador de las ingentes ayudas financieras que está siendo necesario implantar de forma urgente por los principales países europeos. La ausencia de un mercado de capitales suficientemente desarrollado para asumir la canalización de ayudas a las pequeñas empresas está haciendo reflexionar sobre los impactos de un modelo basado únicamente en 'dinero seguro' o de *full reserve*.

6. CONCLUSIONES

Este nuevo entorno está creando un nuevo paradigma en el que la prestación de servicios basados en los principios por los que se guían las plataformas tecnológicas se convierten al mismo tiempo en una amenaza y una oportunidad para todos los participantes en el mercado. Cualquiera de ellos puede convertir la amenaza en oportunidad y viceversa, diseñando servicios como *Third Party Providers*.

Será un reto para todos ellos ser capaces de desarrollar servicios de valor, no solo basados en precio, que permitan capturar la interacción con el cliente. En este entorno, las capacidades operativas dejarán de ser una ventaja competitiva al ser accesibles por terceros, en una evolución similar a lo ocurrido en otros sectores en los que la distribución y la infraestructura se encuentran segregadas.

En este sentido, por ejemplo, las capacidades desarrolladas en el ámbito de los pagos inmediatos se extenderán en servicios proporcionados por cualquiera de los actores, tanto incumbentes como nuevos intervinientes. La capacidad para ofrecer nuevos servicios más convenientes se traducirá en beneficio para sus usuarios y la economía en general.

Estos desarrollos requerirán contar con entornos regulatorios adecuados para facilitar la innovación y la aparición de nuevos modelos de negocio. La esperada aprobación del *Sandbox* regulatorio debería ofrecer un marco en el que experimentar nuevas tecnologías y procesos con la participación activa, tanto de usuarios como de entidades, bajo la supervisión de los reguladores.

De forma análoga, la aparición de nuevos instrumentos, como las divisas digitales o los *stablecoins*, con escala suficiente para poder ser utilizados por el público en general podrían cambiar las dinámicas, no solo del mer-



cado de los pagos, sino del modelo futuro en el que se base nuestro sistema financiero.

A modo de ejemplo, aunque de forma separada cada uno de los servicios se encuentra actualmente regulado, la generación de estas *stablecoins* por parte de plataformas tecnológicas junto con el desarrollo de ofertas de servicio basadas en *Open Banking* y pagos inmediatos podría requerir del uso de un *sandbox* donde testear previamente los impactos reales sobre la estabilidad del sistema financiero si el modelo se generalizase a escala europea.



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 los 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 Ibex-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 Corporativo 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 de bienestar.
- Nº 49 La arquitectura Institucional de la refundación del euro.
- Nº 50 España: crecer en la nueva economía global.
- Nº 51 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2013).
- Nº 52 Nuevos desafíos del sector financiero: recuperando la confianza y mejorando la cultura financiera.
- Nº 53 La regulación Financiera: ¿Solución o problema?
- Nº 54 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2015).
- Nº 55 Acabar con el paro, ¿queremos?, ¿podemos? Una propuesta analítica sobre la ocupación y el empleo en España.
- Nº 56 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2016).
- Nº 57 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2017).
- Nº 58 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2018).
- Nº 59 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2020).



ENTIDADES PATRONO
de la Fundación de Estudios Financieros

BANCO SANTANDER, S.A.
TELEFONICA, S.A.
BANCO SABADELL
BANKIA
CLIFFORD CHANCE
FIDELITY WORLDWIDE INVESTMENT
INDITEX
KPMG
LA CAIXA
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES
URIA & MENENDEZ
ACS
EY
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA
MIRABAUD
BAKER & MCKENZIE
DELOITTE
J&A GARRIGUES, S.L.
CECA