

IEAF | FEF

INSTITUTO ESPAÑOL DE
ANALISTAS FINANCIEROS

FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

OBSERVATORIO SOBRE LA REFORMA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EUROPEOS (2022)

Directores:

Ramiro Martínez-Pardo del Valle

Presidente de Solventis SGIIC

Francisco Javier Zapata Cirugeda

Secretario General de Emisores Españoles

Gloria Hernández Aler

Socia finReg360

PAPELES DE LA FUNDACIÓN

N.º 63

ISBN: 978-84-09-42185-5

Depósito legal: M-17558-2022

Edita: Fundación de Estudios Financieros

Imprime: Reimpventa S.L.

Presentación	5
Equipo de trabajo	9
1. Introducción a esta edición del Observatorio	13
1.1. El Informe	13
1.2. El contexto económico	14
1.3. Integración financiera	18
1.4. Contenido del Informe	22
2. Principales reformas de la Unión Europea en un entorno de crisis	25
2.1. El paquete normativo para avanzar hacia una economía sostenible	26
2.2. Impulso a la digitalización	31
2.2.1. Estrategia de pagos al por menor	33
2.2.2. Reglamento sobre el mercado de los criptoactivos (MiCA)	33
2.2.3. Régimen piloto	40
2.2.4. Reglamento de resiliencia operativa (DORA)	41
2.3. Modificación <i>Quick fix</i>	43
3. La Unión del Mercado de Capitales y otras medidas para el estímulo de la financiación de las Pymes	45
4. Las SPAC	49
4.1.1. ¿Existe una burbuja en las SPAC?	51
4.1.2. Advertencias de la SEC	52
4.1.3. Las SPACs en la UE	52
4.1.4. ¿Se puede salir a Bolsa en España a través de una SPAC?	53

5. La reforma de MiFID II y MiFIR	55
5.1. Revisión de MiFID II y MiFIR	55
5.2. Introducción de criterios ESG en MiFID II	58
6. La post-contratación de valores: la reforma de CSDR y el Settlement Discipline Regime	61
7. La conclusión de la Unión Bancaria. El impulso e importancia creciente de la JUR y el paquete normativo de la recuperación y resolución bancaria	65
8. Las nuevas normas para mejorar el gobierno corporativo de los emisores en Europa	69
8.1. Las nuevas obligaciones de información no financiera de las compañías	70
8.2. La integración de criterios ESG en el derecho de sociedades y gobierno corporativo	72
9. La revisión de la convergencia supervisora	77
10. Paquete de medidas de PBC y FT para la creación de un nuevo supervisor en la Unión Europea (PBCyFT)	79
10.1. La Autoridad Europea para la Prevención del Blanqueo de Capitales y de la Financiación del Terrorismo	80
Conclusiones	81
Papeles de la Fundación	89
Entidades Patrono de la Fundación	93

PRESENTACIÓN

Presentamos una vez más la decimotercera edición del 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 en 2006, de realizar, con carácter periódico, un seguimiento y valoración de la reforma encaminada hacia la integración de los servicios financieros en Europa.

A diferencia de lo que ocurrió en la gran crisis financiera de 2008, la crisis sanitaria sufrida en los últimos años ha requerido medidas urgentes para salir de la situación y apoyar a la población y a las empresas tras las severas consecuencias de las restricciones a la movilidad exigidas para hacer frente al colapso sanitario.

Además, la reciente invasión de Ucrania por Rusia ha truncado una recuperación que apenas se había iniciado. Por lo tanto, dos crisis sucesivas y acumulativas han coincidido en este periodo y han requerido numerosas disposiciones, recomendaciones y comunicaciones de los reguladores y supervisores financieros nacionales y europeos que resulta muy difícil abordarlas en este informe.

Tras el impacto inicial, se comenzó a diseñar un paquete de regulación que incluía actuaciones de gran calado, y el reforzamiento de otras que ya estaban en marcha antes de la Covid-19. Estas medidas regulatorias se pueden agrupar en dos grandes bloques de carácter estratégico para apoyar la recuperación: la sostenibilidad y la digitalización. El objetivo es conseguir que la salida de la crisis se fundamente en una economía más sostenible y

en un incremento de la eficiencia de los mercados financieros a través de la digitalización y la innovación.

Esta edición del Observatorio consta de un capítulo único con diferentes epígrafes en los que se describen y valoran los principales cambios normativos producidos desde la edición anterior. El Informe analiza los siguientes grandes bloques normativos:

- a) Las principales reformas de la Unión Europea en el entorno de crisis.
- b) La Unión del Mercado de Capitales (UMC) y otras medidas de estímulo de la financiación de Pymes.
- c) Las SPAC como una vía más para abrir nuevos canales de financiación para las empresas de nueva creación y ofrecer una alternativa a las salidas a bolsa tradicionales.
- d) La revisión en curso de MiFID II y sus próximas modificaciones, así como la reforma de MiFIR en tramitación.
- e) La post-contratación de valores: la reforma de CSDR y el Settlement Discipline Regime.
- f) Finalmente se analizan otras iniciativas y normas de carácter variado como son:
 - La conclusión de la Unión Bancaria.
 - El paquete normativo de la recuperación y resolución bancaria.
 - Las nuevas normas para mejorar el gobierno corporativo de los emisores en Europa.
 - La revisión de la convergencia supervisora en la UE.
 - La supervisión del blanqueo de capitales en la UE.

Este informe ha sido redactado por un equipo de trabajo cuya composición se detalla en el mismo. A su vez, un amplio equipo de consulta —compuesto por destacados expertos en los mercados de valores que igualmente se relacionan en un anexo—, ha participado en la elaboración del índice de los temas analizados y en la calidad, adecuación y coherencia del tratamiento otorgado a los mismos. A todos los que han participado de alguna manera en la elaboración de este estudio y especialmente a sus directores Ramiro Martínez-Pardo del Valle, Javier Zapata Cirugeda y Gloria Hernán-

dez Aler, quiero agradecerles su dedicación, esfuerzo y apoyo a esta iniciativa de la FEF.

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

Jorge Yzaguirre
Presidente IEAF-FEF

EQUIPO DE TRABAJO

DIRECTORES

Ramiro Martínez-Pardo del Valle
Presidente de Solventis SGIIC

Francisco Javier Zapata Cirugeda
Secretario General de Emisores Españoles

Gloria Hernández Aler
Socia finReg360

REDACTORES

Domingo García Coto
Director del Servicio de Estudios BME

Sara Gutiérrez Campiña
Socia finReg360

Gloria Hernández Aler
Socia finReg360

Alfredo Jiménez Fernández
Director Análisis y Estudios FEF

Ramiro Martínez-Pardo del Valle
Presidente de Solventis SGIIC

Ignacio Santillán

Director General de Fogain

Francisco Javier Zapata Cirugeda

Secretario General de Emisores Españoles

COLABORADORES Y GRUPO DE CONSULTA

Carolina Albuerne González

Counsel Uria Menéndez

Gregorio Arranz Pumar

Consultor

Lourdes Centeno Huerta

*Socia responsable de Derecho Societario. Gobierno Corporativo
y Mercados de Capitales EY*

Víctor Colino Blasco

*Director de la Asesoría Jurídica de
Banca de Inversiones Grupo SANTANDER*

José Manuel Cuenca Miranda

Abogado Socio CLIFFORD CHANCE

Mario Delgado Alfaro

Socio Regulación Financiera EY

Gloria Hervás

Public Policy Director Banco Santander

Antonio Mas Sirvent

Director Departamento Relaciones Internacionales CNMV

Javier Méndez Llera

Director General FEF

Raúl Navarro Lozano

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

Alfredo Oñoro Carrascal

Director de Cumplimiento Normativo CECABANK

Elisa Rincón Holgueras

Directora General INVERCO

Javier Rodríguez Pellitero

Secretario General AEB

Javier Ruiz del Pozo

Director Departamento de Mercados Secundarios CNMV

Francisco Uría Fernández

*Banking & Capital Markets Global Head
Socio responsable del sector financiero en España
Socio principal KPMG*

1. INTRODUCCIÓN A ESTA EDICIÓN DEL OBSERVATORIO

1.1. EL INFORME

Una vez más, presentamos el informe anual que bajo el título “Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros” (el Observatorio o el Informe, en lo sucesivo) ha venido publicando la Fundación de Estudios Financieros (FEF), casi ininterrumpidamente, a partir de 2006. Esta es, por tanto, la decimotercera edición del trabajo cuyo objetivo es seguir la evolución de las reformas normativas en la Unión Europea (UE) y valorar su impacto sobre el mercado financiero.

En su origen, el Observatorio asumió la tarea recurrente de valorar el impacto de la regulación sobre el grado de integración financiera en los mercados financieros de la eurozona. Este objetivo se fijó en un momento en el que la fragmentación de los mercados era importante y los costes de financiación de las empresas europeas estaban muy influenciados por el país de origen de la empresa, más que por su actividad o por su situación económico-financiera. Por esta razón, el Observatorio ha incorporado, en prácticamente todas sus ediciones, comentarios o trabajos específicos con distintos grados de análisis sobre integración financiera, y en este Informe se introduce igualmente un epígrafe referido a este tema.

Por otra parte, es de destacar que el Informe adopta, en esta ocasión, la forma de capítulo único frente a ediciones anteriores en las que se incluían colaboraciones diversas referidas a cada una de las materias tratadas. Seguramente, la característica más destacada del periodo transcurrido desde la última edición del Informe es la de haber sufrido una crisis sanitaria aguda

que ha trastocado la manera de relacionarnos y que ha tenido, asimismo, un importante impacto sobre los agentes de los mercados y sobre su forma de interactuar con los inversores y con los restantes grupos de interés. Esta es la razón por la que, en este año, se exponen en un capítulo único las novedades normativas y regulatorias aprobadas —o en tramitación— en los últimos meses en el ámbito financiero europeo. Posteriormente, se realizará un seguimiento de mayor profundidad sobre las materias tratadas en esta edición del Informe, mediante sesiones en directo no presenciales —*webinar*— o entrevistas grabadas que se difundirán oportunamente a lo largo de este año. De esta manera, se pretende mantener el enfoque que se inició en las últimas ediciones del Observatorio, ahondando en cuestiones eminentemente prácticas que incidan sobre el impacto de las normas sobre los intermediarios y los mercados y valoren las consecuencias de su implantación sobre la industria.

El objetivo perseguido es aportar, desde la perspectiva de los mercados e intermediarios, una visión constructiva sobre los costes y beneficios que la normativa conlleva y sobre las oportunidades o amenazas al desarrollo del mercado que previsiblemente pudieran generarse. Asimismo, se trata de contribuir al debate con elementos que sirvan para enjuiciar la contribución real de la regulación a la consecución de un auténtico mercado interior, eficiente y competitivo, en la UE.

El Informe ha sido redactado por un equipo de trabajo cuya composición se detalla en la portada de este Informe. Asimismo, un amplio equipo de consulta —compuesto por otros destacados expertos en los mercados de valores que se relacionan en las páginas introductorias de este Observatorio—, ha participado en la elaboración y calidad del índice de temas a tratar y en la adecuación y coherencia del tratamiento otorgado a los mismos.

1.2. EL CONTEXTO ECONÓMICO

No sería posible valorar las conclusiones y observaciones del presente Informe abstrayéndose de la coyuntura económica y social que ha impregnado nuestras vidas en el pasado reciente.

Han sido muchas las circunstancias políticas y económicas con impacto sobre la regulación financiera europea que se han producido desde la última edición del Informe. Entre ellas, la salida definitiva del Reino Unido (RU) de la UE, que se produjo el 31 de enero de 2020, (con un período

transitorio hasta el 31 de diciembre de 2020) ha requerido ajustes regulatorios y negociaciones referentes a los servicios financieros y a los mercados de capitales en cuestiones tales como el futuro desarrollo de la Unión de Mercado de Capital (UMC), el pasaporte comunitario para intermediarios y emisores¹ o el acceso de las entidades europeas a las infraestructuras de contratación y negociación del RU y las competencias sobre la supervisión de su actividad. En realidad, el RU representaba un 15% del PIB europeo y cuenta con un potente mercado de capitales del que las empresas e intermediarios financieros europeos se han beneficiado durante muchos años. Su separación representa una importante merma de la capacidad operativa de las empresas de la UE y mayores dificultades para acceder a un mercado con un volumen de operaciones y una tipología de inversores muy superior a la del resto de mercados europeos.

Además, de las dos economías más importantes de la UE, una ha relevado a su primer mandatario (caso de Alemania que ha sustituido a Angela Merkel como canciller en diciembre 2021) y la otra se ha enfrentado a nuevas elecciones presidenciales (Francia que las ha celebrado en abril de 2022) en las que, si bien se ha reelegido al Presidente, los partidos tradicionales han sido fuertemente castigados. Todo ello, genera incertidumbres y puede afectar a los equilibrios de fuerzas entre Estados miembros en la UE. Y, aunque no sea un acontecimiento propio de la UE, la toma de posesión del cargo del nuevo presidente en los Estados Unidos en enero 2021, está teniendo grandes consecuencias desde el punto de vista de la involucración de este país en los organismos internacionales de carácter político (Naciones Unidas) y económico (FMI, G7 y G20, OMC, Banco Mundial,...) y en el tratamiento de los equilibrios geopolíticos, lo que sin duda tendrá impacto sobre próximas iniciativas regulatorias y de política fiscal y monetaria.

Igualmente, el auge de los criptoactivos y la aparición de nuevas monedas digitales ha incrementado la preocupación de los reguladores e impulsado nuevas iniciativas como las CBDC (*central bank digital currency*) y el Reglamento MiCA, a las que se hará referencia en este Informe.

Por último, el acontecimiento de mayor trascendencia ocurrido en los últimos meses ha sido la crisis sanitaria producida por la Covid-19.

¹ Las entidades británicas han perdido la posibilidad de actuar en el mercado único de la UE en régimen de libre prestación de servicios 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.

PADEMIA COVID-19

El inicio de la pandemia en Europa como consecuencia de la Covid-19, se produjo a mediados de febrero del año 2020. Su duración, durante más de dos años, está produciendo un impacto importante sobre la economía y los mercados, principalmente como consecuencia del obligado confinamiento inicial exigido a la población y a las empresas, de las restricciones posteriores a la movilidad y del colapso sanitario.

La interrupción de las cadenas de suministro experimentada en el momento inicial, destacadamente de materias primas y de componentes electrónicos, produjo una presión inflacionista que hizo dudar acerca de su persistencia en el tiempo y empezó a condicionar las políticas fiscales de los Estados miembros y la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE).

Como resultado de la larga duración de la crisis sanitaria, la inflación ha perdurado más de lo previsto inicialmente y la posibilidad de que se produjera una subida de los tipos de interés para mitigar el impacto de la inflación ha estado presente en todos los análisis sobre la coyuntura económico-financiera y ha inducido muchas de las iniciativas y reformas normativas tendentes a recuperar el terreno perdido y afrontar la crisis que se analizan en este Informe. Entre ellas, la digitalización, la innovación y la sostenibilidad de las finanzas o las medidas tendentes a afrontar los efectos de la emergencia sanitaria sobre emisores, intermediarios, y empresas en general.

Adicionalmente, el parón económico que el confinamiento produjo, tuvo efectos negativos inmediatos sobre el turismo, la restauración, el ocio, la moda, el transporte aéreo, y en definitiva sobre todo el comercio, que posteriormente se extendieron a toda la actividad productiva, a la inversión y al empleo. Así, durante 2020, el crecimiento del PIB en la UE se vio seriamente afectado y solamente a partir del tercer trimestre de 2021² ha sido posible recuperar los niveles de crecimiento anteriores a la Covid-19. Además, las ayudas públicas aprobadas para paliar el deterioro económico han ocasionado un aumento importante de la deuda pública en la mayoría de los Estados miembros³ e importantes desequilibrios en otras magnitudes macroeconómicas.

² El PIB de la UE volvió a su nivel previo a la pandemia en el tercer trimestre del año pasado y se expandió más de un 5% en 2021.

³ El endeudamiento público del Estado español se situó a cierre del 2021 en el 121,8% del Producto Interior Bruto (PIB), sólo superado por el de Grecia (200,7%), Italia (155,3%) y Portugal (130,5%). Asimismo, Francia (116%), Bélgica (111,4%) y Chipre (109,6%) registraron niveles de deuda por encima de la media de la UE (90,1%) y de la eurozona (97,7%).

Y por si la situación resultante de los efectos de la pandemia, y sus consecuencias, no hubieran sido suficientemente graves, la invasión de Ucrania por Rusia ha truncado la recuperación apenas iniciada. Dos crisis sucesivas y acumulativas están coincidiendo en este periodo.

Los precios de la energía, de las materias primas y de los alimentos se han situado tras el inicio de la guerra en **máximos históricos, produciendo un incremento de la inflación en la eurozona que ya había alcanzado un máximo histórico del 5,8% en febrero 2022. Esta preocupante situación y el consiguiente debilitamiento de la confianza de los inversores puede dar al traste con lo que parecía iba a ser un segundo año de recuperación económica en la UE** y de hecho, ya está produciendo la elevación de los tipos de interés en Estados Unidos y en el Reino Unido para tratar de atajar la creciente inflación.

En palabras del vicepresidente de la CE *el crecimiento de la UE se verá gravemente afectado por los trastornos derivados de la invasión rusa de Ucrania*. Asimismo, Christine Lagarde, presidenta del BCE, ha manifestado, en el mismo sentido, que la crisis ucraniana *reducirá el crecimiento y aumentará la inflación a través de la subida de los precios de la energía y las materias primas, los trastornos en el comercio internacional y el debilitamiento de la confianza*.

Ante este preocupante panorama, algunos Estados miembros de la UE están planteando establecer un nuevo mecanismo de financiación común para responder a la crisis —por ejemplo, para reforzar las inversiones en energías alternativas—, para apoyar nuevas inversiones en defensa o para otorgar ayudas para la acogida de los refugiados ucranianos en la UE. También abogan por prorrogar la suspensión de las normas sobre deuda y déficit un año más hasta 2024. Otros, prefieren agotar los recursos disponibles y no utilizados del plan de recuperación, *Next Generation*, y recuperar la ortodoxia fiscal antes de iniciar nuevos planes.

La UE en su conjunto ha demostrado, en esta ocasión, un elevado grado de respuesta conjunta a la invasión de Ucrania y rapidez en su implantación. Las sanciones impuestas a Rusia por parte de los países occidentales, incluyendo la UE, incluyen, entre otras medidas, la expulsión de parte de la banca rusa de la red internacional de pagos SWIFT y restricciones a las transacciones con su gobierno. En contrapartida, el gobierno ruso ha impuesto restricciones que afectan a las cuentas en moneda extranjera y a las transacciones con el exterior. Las consecuencias de estas medidas y de las restantes adoptadas o que se adopten en el futuro están aún por ver, pero con toda probabilidad

serán de gran calado e impactarán negativamente sobre la economía de la UE en su conjunto, sobre la inflación y sobre la globalización al hacer que los países se replanteen sus cadenas de suministro globales actuales buscando el autoabastecimiento. En la última carta anual a los accionistas de BlackRock, Larry Fink, CEO de la compañía, señaló que *la invasión rusa de Ucrania ha puesto fin a la globalización que hemos experimentado en las últimas tres décadas*.

Es prioritario que la reacción común de los países de la UE a las dos recientes crisis —la sanitaria y la invasión de Ucrania— se mantenga a la hora de hacer los ajustes que sean precisos para minimizar sus consecuencias y conseguir que la recuperación no fracase. Igualmente, deben adoptarse medidas de convergencia para paliar el impacto asimétrico de la crisis y evitar una distribución no equitativa de los mecanismos que se acuerden para impulsar la economía y evitar divergencias regionales en la UE.

Finalmente, la fragmentación financiera, a pesar de las reformas llevadas a cabo, sigue siendo una asignatura pendiente en la UE. También en este campo es necesario que no se acuerden medidas para impulsar la recuperación de forma descoordinada en función de los intereses particulares de cada Estado miembro.

1.3. INTEGRACIÓN FINANCIERA

El seguimiento del grado de fragmentación de los mercados de la eurozona ha sido uno de los objetivos originarios de este Observatorio y por ello en este epígrafe se ha querido hacer una referencia a uno de los últimos análisis publicados. Se trata de un estudio firmado por varios economistas y directivos del BCE⁴ en el portal VoxEU.org⁵. En él se concluye, entre otras cuestiones, que los desajustes económicos que la Covid-19 provocó en la producción, el comercio, la inversión, el empleo y el consumo, tuvieron un fuerte impacto en la integración financiera y en la estructura

⁴ Integración y estructura financiera en la UEM durante la crisis del coronavirus: Philipp Hartmann, Stefano Borgioli, Alina Kempf, Philippe Molitor, Francesco Paolo Mongelli; 28 de mayo de 2021. https://voxeu-org.translate.google.com/translate/article/financial-integration-and-structure-emu-during-corona-crisis?x_tr_sl=en&x_tr_tl=es&x_tr_hl=es&x_tr_pto=op.sc

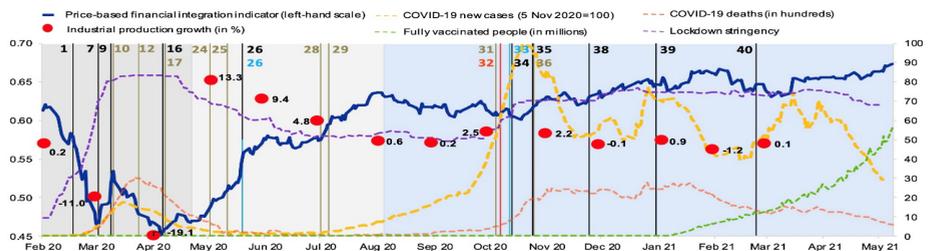
Las citas que se hacen en este epígrafe del Informe son de este estudio.

⁵ VoxEU.org, portal del Centre for Economic Policy Research (CEPR), se creó en junio de 2007 para promover el “análisis de políticas basado en la investigación y los comentarios de economistas destacados”.

financiera de la zona euro. Sin embargo, añade el estudio, las decididas respuestas comunes de política monetaria, fiscal y prudencial y el programa de recuperación *Next Generation* inicialmente contuvieron, y posteriormente revirtieron, la aguda fragmentación inicial en los precios de los activos entre los Estados miembros.

Para ilustrar esta conclusión tomamos el siguiente gráfico extraído del citado estudio en el que se muestra el comportamiento del indicador de integración basado en precios (línea azul).

Gráfico 1. Integración financiera basada en los precios de la zona del euro, desarrollos y eventos relacionados con la pandemia de Covid-19 (datos diarios, 17 febrero 2020-24 mayo 2021)



Vertical lines and their numbers mark selected significant events (colours refer to country events – Italy red, Spain dark blue, Germany light blue – or events with euro area wide relevance – fiscal light brown, monetary policy and other black):

1. Closure of Italian schools and universities (4 March), 7. ECB PEPP announcement (18 March), 9. PEPP legal documentation published (25 March), 10. Third European Council with divergent views on coronabonds (26 March), 12. Eurogroup agreement on comprehensive policy response (9 April), 16. ECB collateral rating freeze (22 April), 17. Fourth European Council with endorsement of Eurogroup's comprehensive policy response and plans for recovery fund (23 April), 24. Franco-German €500 bn. European recovery fund proposal (18 May), 25. European Commission €750 bn. "Next Generation EU" recovery instrument proposal (27 May), 26, 26. ECB PEPP expansion and Germany announces major fiscal stimulus package (4 June), 28. Start of special European Council on recovery fund (17 July), 29. End of special European Council on recovery fund with final agreement on size and structure (21 July), 31. First issuance of EU Commission SURE bonds (21 October), 32. S&P upgraded the outlook on the Italian sovereign bond rating from negative to stable (23 October), 33. Germany adopts toughest health restrictions since first lockdown (28 October), 34. ECB hints at December monetary policy stimulus (29 October), 35. BioNTech/Pfizer vaccine announcement (9 November), 36. Second issuance of EU Commission SURE bonds (10 November), 38. ECB expands PEPP envelope and announces to "preserve favourable financing conditions" (10 December), 39. Announcement of US economic relief package (15 January), 40. ECB temporarily increases PEPP purchases (11 March). Omitted numbers are relevant events suppressed for readability.

Fuentes : (i) Indicador compuesto basado en precios y producción industrial: BCE y cálculos del BCE;

(ii) Nuevos casos y muertes por Covid-19: Bloomberg;

(iii) personas completamente vacunadas e índice de rigurosidad del confinamiento: Our World in Data.

El indicador basado en precios se mueve en una horquilla entre cero (fragmentación completa) y uno (integración completa). Los aumentos significan una mejora en el grado de integración financiera.

Junto a este indicador, el gráfico incluye cuatro medidas de la gravedad de la pandemia a lo largo del tiempo (infecciones por Covid-19, muertes relacionadas con la enfermedad, vacunas y confinamiento) y la curva de crecimiento de la producción industrial en la zona euro (puntos rojos). Además, las líneas verticales indican eventos clave seleccionados y las medi-

das políticas adoptadas a lo largo de las tres fases de la crisis, indicadas por las áreas sombreadas en gris y azul claro⁶.

En el Gráfico se aprecia la fuerte desintegración financiera en la zona euro al comienzo de la crisis, cuando las empresas lucharon por obtener liquidez para garantizar su viabilidad y la demanda de instrumentos líquidos se disparó a expensas de otros activos (*Financial Stability Board 2020*).

Tal como se cita en el mencionado estudio, la fragmentación entre países —que se muestra por el descenso de la curva azul—, puede explicarse por el hecho de que la causa común de la epidemia se manifestó de manera diferente en los diferentes Estados miembros (Breitenfellner y Silgoner 2020, Delatte y Guillaume 2020, Hernández de Cos 2021); entre otras cosas, ello es debido a las velocidades desiguales de contagio del virus, a las diferencias en los sistemas de salud y en las estructuras industriales y, en particular, a las diferencias en los niveles de deuda pública y al diferente espacio fiscal disponible para apoyar a las empresas y los hogares afectados. De hecho, al comienzo de la crisis, los diferenciales soberanos de los países más vulnerables de la zona euro en relación con Alemania se ampliaron no solo como consecuencia de los elevados costes fiscales previstos para estabilizar las economías, sino también como consecuencia de la huida hacia la seguridad de los bonos del Estado alemán. Aun así, los diferenciales soberanos se mantuvieron muy por debajo de sus máximos durante la crisis de la deuda soberana.

Las líneas verticales de eventos que muestra el Gráfico permiten entender por qué la fragmentación financiera se detuvo y revirtió con relativa rapidez. La razón hay que buscarla en la decidida respuesta política, tanto a nivel nacional como europeo. El BCE introdujo nuevas medidas de política monetaria, las autoridades de supervisión nacionales y de la UE adoptaron medidas de alivio prudencial y las autoridades fiscales nacionales implementaron programas de apoyo a las empresas y a los trabajadores que resultaron más afectados por los cierres de empresas.

⁶ La primera fase corresponde a la primera ola de infecciones, con bloqueos drásticos y una severa recesión económica (desde mediados de febrero hasta principios de mayo de 2020).

La segunda fase se refiere al periodo que transcurre entre principios de mayo y fines de agosto de 2020 cuando se produjo un repunte económico al haber remitido la gravedad de las infecciones y los países miembros se abrieron parcialmente).

La tercera fase (mediados/finales de agosto de 2020 hasta finales de mayo de 2021), cubre el regreso de las infecciones en tres oleadas sucesivas, con bloqueos más específicos y una economía más resistente.

Pero la razón más importante para explicar la ruptura del proceso de fragmentación, según el mencionado estudio, se encuentra en las primeras intervenciones de política monetaria del BCE y en la respuesta fiscal europea común cuyos eventos se muestran numeradas en las líneas verticales del Gráfico.

- El 18 de marzo de 2020, el BCE lanzó el Programa de Compras de Emergencia ante la Pandemia (PEPP) que aumentó la dotación total de compras de activos soberanos y corporativos en 750 mil millones de euros y permitió un grado significativo de flexibilidad en la asignación de esas compras entre activos (eventos 7 y 9 en el Gráfico). El indicador agregado de integración financiera (línea azul) se detuvo inmediatamente y revirtió hacia arriba. Al mismo tiempo, el BCE adoptó otras medidas de política monetaria (operaciones de refinanciación a más largo plazo a tipos atractivos con esquemas de garantía más flexibles) así como medidas de alivio operativo en la supervisión bancaria y una recomendación contra el pago de dividendos.
- En cuanto a la respuesta fiscal común, los dos pasos más relevantes fueron las medidas acordadas por un importe total de 540 mil millones de euros (eventos 12 y 17) para apuntalar la recuperación del empleo y apoyar a los trabajadores y a las empresas más afectadas, así como el programa denominado *Next Generation* (eventos 24, 25, 28 y 29) para cuya financiación se prevé la emisión conjunta de deuda. Posteriormente, estas intervenciones, se vieron reforzadas por la congelación por el BCE de las calificaciones de los bonos corporativos utilizados como colateral (evento 16) y el aumento del PEPP (evento 26).

El estudio citado llega a dos conclusiones, entre otras, que hacemos nuestras en relación con el comportamiento del indicador de integración mostrado en el Gráfico.

- La adopción de políticas monetarias y fiscales alineadas en un entorno de mercados financieros vulnerables y de tasas de interés bajas, con grandes perturbaciones, puede contribuir a revertir una situación de gran fragmentación en los mercados.
- El mantenimiento de una respuesta común a la crisis ha permitido —pese a (i) las siguientes oleadas de infecciones graves (líneas dis-

continuas amarillas y naranjas en el Gráfico), (ii) las medidas de bloqueo adicionales (línea violeta discontinua) y (iii) un comienzo lento de las campañas de vacunación (evento 35 frente a línea discontinua verde)—, mantener sin alteraciones el grado de integración recuperado y en niveles superiores a los del inicio de la pandemia.

1.4. CONTENIDO DEL INFORME

Esta edición del Informe consta de un único capítulo, clasificado en diferentes epígrafes, en los que se describen y valoran los principales hitos normativos producidos desde la última edición del Observatorio. Sus conclusiones, que se incluyen al final del capítulo, serán complementadas con sesiones posteriores focalizadas en el análisis práctico de su impacto sobre la industria de los valores.

El Informe analiza los siguientes grandes bloques normativos:

a) Principales reformas de la Unión Europea en el entorno de crisis.

Se repasan las principales medidas, normas y recomendaciones adoptadas en el momento inicial por las autoridades europeas para ajustar el funcionamiento social y económico a las graves circunstancias acaecidas durante la crisis provocada por la Covid-19.

Asimismo, se analizan otras propuestas de gran calado que, si bien ya estaban en marcha con anterioridad, se reforzaron para impulsar la recuperación. En particular, estas medidas se agrupan en dos categorías: (i) sostenibilidad e (ii) impulso a la digitalización, temas que se abordan con una visión general —no exhaustiva— puesto que por su importancia son objeto de análisis en otros trabajos de la FEF.

b) La Unión del Mercado de Capitales (UMC) y otras medidas de estímulo de la financiación de Pymes.

Uno de los principales objetivos originarios de la UMC era incrementar la proporción de financiación que las empresas europeas obtienen en los mercados de capitales frente a la obtenida a través del crédito bancario, partiendo de un escenario en el que esa proporción era muy favorable a este último. En los últimos años, la situación

se ha revertido en parte, principalmente para las grandes empresas, pero aún no se han conseguido grandes avances en cuanto a la financiación de las Pymes se refiere.

Por esta razón, la UMC encara una nueva fase con el objetivo prioritario de potenciar la financiación alternativa, tratando de:

- Aumentar las posibilidades de financiación empresarial a través de mecanismos no bancarios.
- Facilitar el acceso a los mercados de capitales reduciendo cargas administrativas.
- Favorecer la financiación de infraestructuras.
- Incentivar la financiación minorista y la creación de nuevos productos.
- Impulsar las titulizaciones simples, transparentes y estandarizadas en la UE.

Asimismo, se dedica un apartado a analizar las principales modificaciones introducidas por la Quick fix, encaminadas a flexibilizar algunos aspectos puestos de manifiesto con la Covid-19

c) Las SPAC.

En este apartado se hace una referencia a las SPAC (*special purpose acquisition company*), que ya operan en mercados anglosajones, como una vía más para abrir nuevos canales de financiación para las Pymes y ofrecer una alternativa a las salidas a bolsa tradicionales. Las SPAC cotizan en Bolsa y suelen utilizarse para reunir fondos con la intención de fusionar o adquirir otra entidad no cotizada.

d) La revisión en curso de MiFID II⁷ y sus próximas modificaciones. Modificación de MiFIR.

La MiFID se reforma de nuevo, con el objetivo de resolver múl-

⁷ Directiva 2014/65/UE del Parlamento europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la directiva 2002/92/ce y la Directiva 2011/61/UE.

tiples aspectos de la normativa que han suscitado debate desde su aprobación (cambio en el régimen de incentivos, pago por el análisis, aumento de la protección al inversor, el mercado de derivados en materias primas, las obligaciones de negociación de derivados, o el uso de las nuevas tecnologías,...) y atender cuestiones relativas a la sostenibilidad.

Asimismo, se mencionan las principales modificaciones que aborda la reforma de MiFIR en tramitación.

e) La post-contratación de valores: la reforma de CSDR y el *Settlement Discipline Regime*.

A pesar de que las entidades, implicadas en las actividades de post-contratación han consolidado su adaptación al nuevo entorno regulatorio y, por tanto, existe ahora un mayor grado de convergencia sobre requisitos organizativos y operativos exigibles en las distintas jurisdicciones de la UE, la total armonización no ha finalizado, y aún perduran diferencias importantes.

En este epígrafe se analizan las diferentes iniciativas en curso tendientes a culminar el proceso y alcanzar los objetivos previstos: (i) mejorar la eficiencia en la liquidación en la UE y (ii) potenciar la capacidad competitiva de los mercados de la UE frente a aquellas otras regiones y jurisdicciones con menor carga y costes regulatorios.

f) Finalmente se analizan otras iniciativas y normas de carácter variado acaecidas o en curso desde la última edición del Observatorio. Éstas son:

- La conclusión de la Unión Bancaria.
- El paquete normativo de la recuperación y resolución bancaria.
- Las nuevas normas para mejorar el gobierno corporativo de los emisores.
- La revisión de la convergencia supervisora en la UE.
- La supervisión del blanqueo de capitales en la UE.

2. PRINCIPALES REFORMAS DE LA UNIÓN EUROPEA EN EL ENTORNO DE CRISIS

A diferencia de lo que ocurrió en la crisis del año 2008 (motivada por una inadecuada actuación de los bancos que llevó aparejada una avalancha de normas tendentes a incrementar la capitalización, la solvencia y el control interno de las entidades financieras), esta crisis ha requerido medidas diferentes para salir de la situación generada por la pandemia.

Por una parte, en los primeros momentos se adoptaron una serie de medidas extraordinarias que nos han inmerso en una nueva forma de relacionarnos y de prestar servicios; entre éstos, los financieros.

En esta situación, que devino en restricciones a la movilidad durante un largo periodo de tiempo, en cierres temporales de la actividad y en la desaparición de innumerables empresas, especialmente Pymes, se han aprobado un elevado número de normas, recomendaciones, guías y documentos, de todo tipo, para ajustar el funcionamiento social y económico a estas graves circunstancias.

El punto de partida de este paquete normativo en España fue la aprobación del Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo, por el que se declara el estado de alarma para la gestión de la situación de crisis sanitaria ocasionada por la Covid-19.

Son tantas las disposiciones, recomendaciones y comunicaciones emitidas por los reguladores y supervisores financieros nacionales y europeos a consecuencia de la pandemia que es imposible resumirlas aquí.

Son pronunciamientos muy diversos que versan sobre múltiples aspectos:

- Medidas sociales y laborales para paliar los efectos de la crisis sanita-

ria sobre la población más desfavorecida, tales como préstamos con avales estatales o la moratoria en préstamos hipotecarios y de otro tipo (incluidos préstamos al consumo).

- Medidas de carácter fiscal.
- Medidas para liberar capital de los bancos, con la finalidad de facilitar la financiación a las familias y Pymes, o la prohibición de repartir dividendos para asegurar la misma finalidad.
- Medidas por las que se retrasan obligaciones muy diversas, desde el plazo de aprobación de las cuentas anuales hasta la celebración de las juntas generales de las sociedades cotizadas, los plazos para la presentación de cierta información financiera o la entrada en vigor de determinados informes como el SFTR (*securities financing transactions regulation*).
- Medidas tendentes a restringir las ventas en corto —con el objetivo de proteger los mercados de valores— o el establecimiento de posibles plazos de preaviso en los reembolsos de los fondos para mitigar el impacto de posibles peticiones masivas de estas operaciones.

En fin, una larga lista de medidas que la situación de emergencia en la que nos encontrábamos requería.

En segundo término, ya pasados los primeros momentos que demandaban medidas extraordinarias, se comenzó a diseñar un paquete de regulación y actuación de mayor calado, algunas de cuyas propuestas, que ya estaban en marcha antes de la Covid19, se han reforzado.

Estas medidas regulatorias son numerosas y de índole muy variada, pero pueden agruparse en dos grandes bloques de carácter estratégico para avanzar en la recuperación: **la sostenibilidad y la digitalización**.

El objetivo es conseguir que la salida de la crisis se fundamente (i) en una economía más sostenible y (ii) en un incremento de la eficiencia del sector financiero a través de la digitalización y la innovación.

2.1. EL PAQUETE NORMATIVO PARA AVANZAR HACIA UNA ECONOMÍA SOSTENIBLE

Este conjunto de propuestas regulatorias sobre finanzas sostenibles comenzó a abordarse a raíz del Acuerdo de París de 2016 sobre el cambio climático.

Tras este acuerdo, la Comisión Europea (CE) aprobó un plan de acción —en mayo de 2018¹— y en el mes de julio siguiente creó un grupo de expertos que lanzó una batería de propuestas regulatorias.

Los objetivos del plan son:

- reorientar los flujos de capital hacia inversiones sostenibles;
- integrar los factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) en la gestión de riesgos, y
- fomentar la transparencia y las inversiones a largo plazo.

En julio de 2021, la CE se comprometió a complementar el plan de acción de 2018 ante los avances observados desde entonces y tras haber alcanzado una mejor comprensión de los requerimientos necesarios en esta materia. En particular, destaca la inclusión de las Pymes, los consumidores y los inversores minoristas en los planes de impulso a las finanzas sostenibles.

Para conseguir estos propósitos, ya han sido aprobadas las siguientes normas de desarrollo:

- (i) Reglamento 2019/2088 de divulgación de información sobre la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros² (SFDR), que obliga a las entidades a informar sobre la integración de los riesgos ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) y sobre el análisis realizado de incidencias adversas en los procesos de selección y adopción de decisiones de inversión, así como en el asesoramiento de productos financieros.
- (ii) Reglamento 2020/852 de taxonomía³, que recoge criterios normalizados para determinar si una actividad es ambientalmente sosteni-

¹ Comunicación de la Comisión al Parlamento europeo, al Consejo europeo, al Consejo, al Banco Central europeo, al Comité Económico y Social europeo y al Comité de las regiones. COM (2018) 97 de 8.3.2018. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018D0097&from=DE>

² Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros.

³ Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo de 18 de junio de 2020 relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088.

ble, de manera que se disponga de mayor claridad sobre qué actividades se consideran sostenibles para tomar decisiones de inversión (de momento el citado Reglamento solo regula criterios ambientales, dando prioridad a esta materia frente a las otras). Además, ya se han publicado las siguientes normas de desarrollo:

- Reglamento Delegado 2021/2139, sobre los criterios técnicos de selección para identificar qué actividades se ajustan a los objetivos climáticos según la taxonomía, en función del sector económico al que pertenecen.
 - Reglamento Delegado 2021/2178, que recoge el contenido y la metodología que tendrán que seguir las entidades sujetas a la directiva de información no financiera (NFRD) para incluir en el estado de información no financiera el grado de sostenibilidad de sus actividades.
- (iii) Reglamento Delegado 2021/1253, Directiva Delegada 2021/1269 y Reglamento Delegado 2021/1257, que modifican las normas de desarrollo de la MiFID II y la IDD⁴, respectivamente, para que las entidades consideren las preferencias ESG de sus clientes en la evaluación de idoneidad y en la gobernanza de productos e integren los factores y riesgos de sostenibilidad en sus políticas y procedimientos organizativos.
- (iv) Directiva Delegada 2021/1270 y Reglamento Delegado 2021/1255, por el que se adaptan las normas de desarrollo de las Directivas UCITS y AIFMD⁵, respectivamente, que afectarán a los procesos internos de las sociedades de gestión de fondos armonizados y alternativos, de forma que se asegure la integración ESG en la estructura

⁴ Directiva (UE) 2016/97 del Parlamento europeo y del Consejo de 20 de enero de 2016 sobre la distribución de seguros.

⁵ UCITS: Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios.

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

- organizativa, los procesos de inversión (*due diligence* y selección de inversiones), la gestión de riesgos y otros controles internos.
- (v) Reglamento Delegado 2021/1256, que modifica la normativa de Solvencia II para exigir a las empresas de seguro y reaseguro que integren los riesgos de sostenibilidad en los requisitos organizativos (sistema de remuneración y de gobernanza de productos), en la evaluación de las necesidades de solvencia y en el principio de persona prudente.
 - (vi) Ley 7/2021, de cambio climático y transición energética, cuyo artículo 32 obliga a las sociedades emisoras de valores admitidos a negociación, a las aseguradoras, a los bancos y a otras empresas de gran tamaño a elaborar un informe anual de riesgo climático.
 - (vii) Real Decreto 738/2020, por el que se transpuso en España la Directiva 2016/2341 (IORP II), que recoge la exigencia de considerar los riesgos de sostenibilidad en la política de inversiones y en los sistemas de gestión de riesgos de los fondos de pensiones de empleo (FPE).
 - (viii) Reglamento 2019/2089 por el que se modifica el Reglamento 2016/1101 en lo relativo a índices de transición climática e índices armonizados con el Acuerdo de París, cuya finalidad es fijar un marco común que asegure la precisión e integridad de las principales categorías de índices de bajo carbono utilizados en carteras individuales y colectivas.
 - (ix) Ley 5/2021, que transpuso en España la directiva de implicación a largo plazo de los accionistas, por la que se requiere contar una política de implicación que incorpore el ejercicio de los derechos de voto y el diálogo activo con las sociedades cotizadas en las que se invierte, e informar anualmente sobre cómo se ha aplicado esta política.

Son muchas normas, pero no son todas. La CE continúa trabajando en el desarrollo de otras propuestas legislativas, como la propuesta sobre gobierno corporativo y diligencia debida, aún pendientes de aprobación, entre las que destacan:

- Las normas de desarrollo del Reglamento de divulgación o SFDR, que concretarán los modelos normalizados de información pre-

contractual y periódica de los productos sostenibles, incluyendo los requerimientos adicionales de divulgación para los productos que contribuyan a objetivos medioambientales conforme a la taxonomía.

- El marco regulatorio de la taxonomía social, en cuyo desarrollo ya está trabajando la plataforma de finanzas sostenibles de la UE.
- La propuesta de Reglamento delegado sobre los criterios técnicos de selección, para identificar qué actividades se ajustan a los objetivos medioambientales, distintos de los climáticos, según la taxonomía.
- La revisión de la Directiva sobre información no financiera (CSRD) para proporcionar una mayor transparencia, armonización y detalle de las obligaciones corporativas de divulgación sobre sostenibilidad, ajustando sus requerimientos a los definidos por la taxonomía y el reglamento de divulgación. Además, se plantea ampliar su ámbito de aplicación a todas las entidades cotizadas y grandes compañías.
- El Real Decreto de desarrollo de la ley de cambio climático y transición energética que concretará el contenido técnico para que las entidades elaboren el informe anual de riesgo climático.
- La normativa que regula la denominada “ecoetiqueta”, con la que se pretende recoger los criterios que contribuyan a identificar los productos que promuevan el medioambiente. La CE continúa retrasando la decisión.
- El estándar europeo de bonos verdes, que será una norma de carácter voluntaria para emisores públicos y privados, que (i) promoverá la integridad en el desarrollo del mercado de los bonos verdes y la confianza y capacidad de los inversores para identificar este tipo de productos, (ii) evitará el efecto *greenwashing* en las emisiones de deuda y (iii) fomentará la financiación de proyectos sostenibles, todo ello ajustado a los criterios de taxonomía.

Toda esta regulación en materia de finanzas sostenibles comenzó a desplegar sus efectos en el año 2021, y está previsto que las propuestas legislativas pendientes se aprueben a lo largo de 2022, lo que apunta a que comenzarán a entrar en vigor durante 2023 y 2024.

El objetivo es hacer que la UE asuma el liderazgo mundial en esta materia en la confianza de que un sistema financiero más sostenible contribuirá a mitigar los riesgos medioambientales y a apoyar el crecimiento.

La importancia del plan, como puede deducirse del ingente número de normas ya aprobadas y en curso y de las inversiones que se requieren para abordarlo, es notable y puede afirmarse que es una de las iniciativas más ambiciosas entre las promovidas por la UE.

2.2. IMPULSO A LA DIGITALIZACIÓN

El paquete de medidas relativas a las finanzas digitales se presentó en septiembre de 2020 y representa al igual que el de finanzas sostenibles, una estrategia decidida de la CE para situar a la UE a la cabeza de la innovación financiera, recuperando el terreno perdido en los últimos años frente a otros países.

“Finanzas digitales” es la expresión usada por la CE para describir el efecto de las nuevas tecnologías en los servicios financieros y hace referencia a una variedad de productos, aplicaciones, procesos y modelos comerciales que han transformado la forma tradicional de prestar servicios bancarios y financieros.

Como se dice en la presentación del Plan de acción en materia de tecnología financiera de 2018, del que trae causa el nuevo paquete de 2020, la innovación tecnológica en las finanzas no es nueva aunque, en los últimos años, la inversión en nuevas tecnologías ha crecido mucho y el ritmo de la innovación financiera ha aumentado exponencialmente.

A la capacidad de operar desde el móvil para realizar pagos o inversiones, hay que sumar la inteligencia artificial, las redes sociales, el aprendizaje automático, las aplicaciones móviles, la tecnología de contabilidad distribuida, la computación en la nube y el análisis *big data*.

Este conjunto de iniciativas está originando no solo la oferta de nuevos servicios y el desarrollo de modelos de negocio más innovadores en las instituciones financieras tradicionales sino también la aparición de nuevos participantes en este mercado. Entre ellos, las *Fintech* son actores destacados que están contribuyendo activamente a la digitalización de las finanzas y a la introducción de la sostenibilidad en los criterios de selección de inversiones y valoración de proyectos, si bien generan nuevos riesgos para la protección del consumidor, la estabilidad financiera, la integridad del mercado y la competencia que deben ser abordados. Junto con las *Fintech* y representando un mayor peligro para las entidades financieras, también las grandes tecnológicas, conocidas como las GAFAs, están entrando en el ecosistema financiero y en el de los pagos.

El objetivo que persigue esta iniciativa es impulsar la eficiencia y competitividad del sector financiero promoviendo al tiempo su digitalización e innovación, también en relación con las personas que no son usuarios habituales de la tecnología, así como la protección del inversor.

Como ya se ha apuntado anteriormente, en septiembre de 2020 la CE aprobó un nuevo paquete sobre financiación digital que se compone de varias estrategias⁶ y de las siguientes cuatro propuestas legislativas:

- Un Reglamento del mercado de criptoactivos (MiCA, *markets in crypto-assets*) que regulará tanto la emisión de los distintos tipos de *tokens* que caen bajo su ámbito de aplicación como el régimen de autorización y supervisión de los proveedores de servicios de criptografía y de los emisores de criptoactivos. Cuando se apruebe este Reglamento, será la norma básica de regulación de los criptoactivos y de la prestación de servicios sobre ellos en la UE.
- Un Reglamento de régimen piloto para las infraestructuras de mercado (*pilot regime*) que no regula los criptoactivos sino la posibilidad de admitir a negociación, compensar y liquidar instrumentos financieros representados en DLT creando una suerte de *sandbox* para probar este tipo de mercados.
- Un Reglamento sobre la resiliencia operativa digital (*digital operational resilience act* —DORA—).
- Una Directiva para ajustar otras directivas vigentes (la denominada Directiva de modificación).

A la fecha de elaboración de este Informe, el Reglamento de régimen piloto se ha aprobado y la tramitación de las restantes normas está notablemente avanzada siendo previsible que se aprueben a lo largo de 2022. Teniendo en cuenta que su efectividad no es inmediata, sino que se establecen plazos para su aplicación, este paquete normativo se materializará entre 2023 y 2025.

⁶ Comunicación de la Comisión al Parlamento europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social europeo y al Comité de las Regiones sobre una estrategia de finanzas digitales para la UE. Bruselas, 24.9.2020.

2.2.1. *ESTRATEGIA DE PAGOS AL POR MENOR*

La estrategia de pagos al por menor, integrada en el paquete normativo sobre finanzas digitales, pretende:

- (i) conseguir servicios de pago seguros, rápidos y fiables para los ciudadanos y empresas europeas,
- (ii) facilitar el pago en los establecimientos y hacer que las transacciones de comercio electrónico se realicen de forma más segura y conveniente y
- (iii) lograr sistema de pagos al por menor totalmente integrados en la UE e inmediatos (pago transfronterizo instantáneo).

En concreto, esta estrategia se basa en cuatro pilares:

- El Pilar 1 pretende impulsar más soluciones de pago digital e inmediato de alcance paneuropeo. Precisamente en febrero de 2022 se ha anunciado que en breve se publicará una propuesta de regulación de pagos instantáneos que formará parte de esta estrategia.
- El Pilar 2 busca incentivar mercados de pagos minoristas innovadores y competitivos. Para ello propone medidas para sacar el máximo partido de la Segunda Directiva sobre servicios de pago (PSD2) o garantizar la seguridad de los pagos minoristas.
- El Pilar 3 busca contar con sistemas de pagos minoristas y otras infraestructuras de apoyo, eficientes e interoperables.
- — El Pilar 4 pretende incentivar pagos internacionales eficientes, incluidas las remesas.

2.2.2. *REGLAMENTO SOBRE EL MERCADO DE LOS CRIPTOACTIVOS (MiCA)*

Una de las normas más relevantes que integran el paquete de finanzas digitales es la propuesta de reglamento sobre los mercados de criptoactivos (MiCA — *markets in crypto-assets*).

MiCA define la tipología de criptoactivos que queda bajo su ámbito,

su emisión, los servicios que se pueden prestar sobre ellos y los requisitos que han de cumplir los proveedores de servicios sobre estos activos. También contiene medidas para diseñar un marco armonizado que evite el arbitraje regulatorio, prevenir el abuso de mercado, el lavado de capitales y la financiación del terrorismo así como asegurar la integridad de los mercados de criptoactivos y proporcionar seguridad jurídica a los participantes en ellos.

En el momento de elaboración de este Informe se dispone del texto de inicio de triálogos que data de marzo de 2022. En este nuevo borrador se integran por primera vez consideraciones sobre la sostenibilidad y los criptoactivos, además de incorporar otras novedades.

En efecto —derivado quizás, de la controversia sobre el consumo de energía de los criptoactivos que utilizan mecanismos de consenso o *proof-of-work* (por ejemplo, bitcoin)—, la nueva propuesta MiCA prevé la aplicación de los requisitos de los reglamentos de divulgación y de taxonomía a los criptoactivos, a sus emisores y a los proveedores de servicios relacionados con ellos.

Con este fin, la CE debe presentar al Parlamento Europeo y al Consejo, antes del 1-1-2025, una propuesta legislativa para modificar el reglamento de taxonomía e incluir en esta cualquier actividad de minería de criptomonedas que contribuya sustancialmente a mitigar el cambio climático.

2.2.2.1. Criptoactivos excluidos de MiCA por ya estar regulados en otras normas comunitarias

La propuesta de Reglamento regula algunos tipos de criptoactivos que hoy quedan fuera del ámbito de la regulación financiera de la UE y aquellos otros en los que ya se está trabajando pensando en someterlos a un régimen especial. No obstante, se excluyen del ámbito de Mica algunas categorías que ya cuentan con su propia regulación.

Así, las siguientes tipologías de activos, aunque se representen con DLT,⁷ no caen dentro del ámbito de aplicación de MiCA puesto que ya cuentan con normativa específica, independientemente de su representación digital o por un registro distribuido:

⁷ DLT: *distributed ledger technology* o tecnología de registro descentralizado, de la que la blockchain sería el tipo más conocido.

- Los instrumentos financieros o valores negociables que se representen mediante tecnologías de registro descentralizado, los conocidos como *security tokens*, que están sujetos a la MiFID y a la restante normativa del mercado de valores.
- Los depósitos bancarios definidos por la Directiva 2014/49/UE, incluidos los depósitos estructurados de la Directiva 2014/65/UE, y las titulizaciones.
- Los fondos (entendidos como los billetes y monedas, dinero escritural o dinero electrónico con arreglo a la Directiva 2009/110/CE⁸). Sin embargo, si caen bajo la cobertura de MiCA las fichas de dinero electrónico o *e-money tokens*⁹.

Quedan igualmente excluidos del ámbito de aplicación de MiCA:

- Las monedas digitales de los bancos centrales (CBDC, de *central bank digital currency* por sus siglas en inglés) que quedarán sometidos a su propia regulación como será el caso del euro digital.

Y por lo que respecta a los criptoactivos, que son únicos y no fungibles con otros criptoactivos (los conocidos como NFT, *non-fungible tokens*), aún no está claro el enfoque que se les dará¹⁰, aunque sí parece que la CE pondrá un tratamiento específico para estos activos, ya sea dentro de Mica o en una norma separada.

⁸ DIRECTIVA 2009/110/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 16 de septiembre de 2009 sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio, así como sobre la supervisión prudencial de dichas entidades, por la que se modifican las Directivas 2005/60/CE y 2006/48/CE y se deroga la Directiva 2000/46/CE.

⁹ Las fichas de dinero electrónico se considerarán “dinero electrónico” según la definición del artículo 2, apartado 2, de la Directiva 2009/110/CE y se emitirán y canjearán de conformidad con dicha directiva, salvo que en MiCA se indique lo contrario.

¹⁰ En la Propuesta de Reglamento de la Comisión, los NFTs no están excluidos de MiCA, si bien, buena parte de su articulado no les aplica (por ejemplo, su emisión no requiere de la publicación de un libro blanco) pero sí podrían serles de aplicación otras previsiones, como las referentes a la prestación de servicios o al abuso de mercado. No obstante, en el triálogo de marzo de 2022, se incluyen las propuestas procedentes del Parlamento y del Consejo Europeo en las que sí parece que se pretenden excluir.

2.2.2.2. *Categorías de criptoactivos regulados en MiCA y requisitos para su emisión*

MiCA define los criptoactivos de una manera muy amplia, como *una representación digital de valor o derechos que puede transferirse y almacenarse electrónicamente, mediante la tecnología de registro descentralizado o una tecnología similar*.

MiCA solo regula la emisión de criptoactivos por personas jurídicas domiciliadas en la UE, ya que es imposible regular otros tipos de emisión o la creación de criptoactivos de manera descentralizada, como es el caso del bitcoin o de los criptoactivos creados por organizaciones descentralizadas (DAOS por sus siglas en inglés). Pero, aun cuando la generación o emisión de bitcoins o criptoactivos por DAOS no pueda regularse, veremos que la prestación de servicios sobre ellos sí queda sujetas a MiCA.

Los tipos de criptoactivos regulados por MiCA pueden dividirse en cuatro categorías:

- (i) Criptoactivos que no son *asset-referenced tokens* ni *e-money tokens*, entre los que se encuentran *los utility token* (o ficha de servicio) que proporcionan acceso digital a una aplicación, servicio o recurso disponible con una DLT y que solo lo acepta el emisor para conceder el acceso a esa aplicación, servicio o recurso.

La categoría de *utility tokens*, que abarca una amplia variedad de criptoactivos, se incluye en una clase denominada “cajón de sastre”. Estos activos pueden ponerse en circulación sin autorización y solo se requiere una simple notificación de su emisión a las autoridades financieras y publicar el libro blanco (*white paper*). En España, es la CNMV la que analiza este tipo de emisiones y valida que los *tokens* no tengan la consideración de instrumento financiero, en cuyo caso confirmaría al emisor que su emisión no está sujeta a autorización.

- (ii) *Asset-referenced tokens* o fichas referenciadas a activos

Una ficha referenciada a activos sirve como medio de cambio y pretende mantener un valor estable al tomar como referencia otro valor o derecho, una combinación de ambos, o varias monedas de curso legal.

Se denominan también *stablecoins* o criptomonedas estables y plantean, como ya se ha apuntado, mayores riesgos en opinión del regulador.

El proyecto Libra de Facebook (ahora Meta) y después Diem, activó las alarmas de los reguladores y supervisores en 2019 y supuso un revulsivo para acelerar la regulación de este tipo de activos. Recientemente Meta ha anunciado que lanzará “Zuck Bucks”, una moneda para usar en su metaverso y en Instagram. Fuera del caso de Facebook hoy ya existen multitud de *stablecoins* referenciadas a las principales monedas *fiat*.

En el caso de las fichas referenciadas a activos, es preciso que el emisor publique un *white paper* que sea autorizado por la autoridad competente y que cumpla requisitos más estrictos de capital, organizativos, de reserva de activos, y de atención al cliente, entre otros. Si una ficha referenciada a activos se considera significativa, los requerimientos de capital son incluso mayores y se requiere también contar con mecanismos de resolución ordenada.

(iii) E-money token o ficha de dinero electrónico

Las fichas de dinero electrónico son un criptoactivo que se utiliza como medio de pago y que pretende mantener el valor al estar denominado en una moneda fiduciaria.

A pesar de sus similitudes, el dinero electrónico y los criptoactivos difieren en algunos aspectos importantes. Los titulares de dinero electrónico tienen siempre un derecho contractual a canjear su dinero electrónico en cualquier momento contra la moneda oficial de referencia a valor de paridad. En cambio, algunos de los criptoactivos que hacen referencia a una moneda oficial de un país, no proporcionan a sus tenedores tal derecho sobre los emisores y, por ello, quedarían fuera del ámbito de aplicación de la Directiva 2009/110/CE, de dinero electrónico, citada antes.

El hecho de que los tenedores de estos criptoactivos no tengan un derecho sobre sus emisores o que dicho crédito no cotice a la par con la moneda a la que están referenciados podría socavar la confianza de los usuarios de esos criptoactivos.

Para no eludir las normas de la Directiva 2009/110/CE, cualquier definición de *e-money token* debe ser lo más amplia posible para abarcar todos los tipos de criptoactivos que hacen referencia a una moneda oficial de un país y recoger condiciones estrictas para su emisión, incluida la obligación de que esas fichas de dinero electrónico las emita una entidad de crédito o de dinero electrónico. Por

la misma razón, los emisores de estas fichas de dinero electrónico también deben conceder a sus tenedores el derecho a canjear sus fichas en cualquier momento y por su valor nominal contra la moneda referenciada.

(iv) Quasi e-money token

En la última versión de la propuesta de reglamento se incorpora una nueva categoría de tokens, las “fichas casi de dinero electrónico” (*quasi e-money tokens*). Cuando un *token* referenciado a un activo (que tenga el carácter de significativo) se esté utilizando como un medio de pago generalizado:

- la ESMA pedirá a la Autoridad Bancaria Europea (EBA, en siglas inglesas) que lo evalúe y dé su opinión tras consultar con el Banco Central Europeo, y
- si la EBA determinase que se está utilizando como un medio de pago generalizado, se reclasificará como un *quasi e-money token*, y esta misma autoridad exigirá al emisor que cumpla con los requisitos aplicables a las entidades de dinero electrónico.

Por ello, independientemente de cómo se califique el *token*, si en la práctica se admite como un medio de pago adquirirá de facto este carácter.

2.2.2.3. *Servicios de criptoactivos y régimen de autorización y supervisión de los proveedores de estos servicios*

Los servicios de criptoactivos son similares a los servicios de inversión y auxiliares sobre valores regulados por la MiFID (MiCA establece su correspondencia con los servicios de esa directiva que se convierten en servicios de criptografía cuando recaen sobre un criptoactivo y no sobre instrumentos financieros). Estos son:

- Custodia y administración de criptoactivos por cuenta de terceros.
- Explotación de una plataforma de compraventa de criptoactivos.
- Intercambio de criptoactivos por moneda fiduciaria.
- Intercambio de criptoactivos por otros criptoactivos.
- Ejecución de órdenes por cuenta de terceros.

- Colocación de criptoactivos.
- Recepción y transmisión de órdenes relacionadas con criptoactivos en nombre de terceros.
- Asesoramiento sobre criptoactivos.
- Gestión de carteras en criptoactivos.
- En la última versión del texto se añade el servicio de transferencia de criptoactivos.

En lo que respecta a los prestadores de servicios sobre criptoactivos, MiCA determina la regla general de que es preciso contar con una autorización específica para poder ser un prestador de servicios de criptoactivos, salvo determinadas entidades que ya cuentan con una autorización o licencia financiera y que pueden integrar su prestación dentro de esta licencia previa. En efecto, los servicios de criptoactivos solo podrán prestarlos:

- personas jurídicas que tengan un domicilio social en un Estado miembro de la UE y que hayan sido autorizadas como proveedores de servicios de criptoactivos de conformidad con el artículo 55 de MiCA, o
- entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, operadores del mercado, entidades de dinero electrónico, sociedades gestoras armonizadas (UCITS, en siglas inglesas) y gestores de fondos de inversión alternativos autorizados que lo notifiquen a la autoridad competente y cumplan los requisitos del artículo 53 a).

2.2.2.4. *Criptoactivos y prevención del blanqueo de capitales*

La última propuesta de reglamento integra ciertas obligaciones sobre la prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo para los proveedores de servicios de criptoactivos. Entre ellas, resaltamos las siguientes:

- La obligación de aplicar políticas de conocimiento del cliente: estas medidas serán más estrictas cuando el cliente quiera transferir criptoactivos desde o hacia monederos auto custodiados (*unhosted wallets*).

- La prohibición de operar con empresas, o controlarlas, establecidas en un tercer país que figure en las listas de países de alto riesgo o con deficiencias estratégicas en la prevención de estos delitos.

Es curioso que frente a la iniciativa que se detalla más adelante en este informe consistente en crear una autoridad única europea en materia de prevención del blanqueo de capitales y financiación del terrorismo, el último borrador de MiCA asigna a la ESMA la competencia para crea un registro público que incluirá a los proveedores que no cumplan con estos requisitos. Es probable que en el texto final tal competencia se termine asignando a la Anti-Money Laundering Authority, AMLA, autoridad a la que haremos referencia más adelante en este informe.

2.2.3. RÉGIMEN PILOTO

El Régimen piloto es de todas las previsiones normativas que se incluyen en el paquete de finanzas digitales, posiblemente la menos conocida.

Se llama “Régimen piloto” por la forma abreviada (*pilot regime*) con la que se ha venido a denominar la propuesta de Reglamento de la UE que permitirá la creación de infraestructuras de mercado basadas en las tecnologías de registro descentralizado (TRD o DLT, por sus siglas en inglés). No obstante, no podrán admitirse a negociación bonos soberanos representados por medio de tokens, bajo el régimen piloto de infraestructuras basadas en TRD.

El objetivo principal del Régimen piloto es crear un entorno de pruebas controlado, a modo de *sandbox* europeo (similar a la iniciativa sobre esta figura para el sector financiero español) que permitirá a las entidades negociar, compensar y liquidar instrumentos financieros utilizando DLT y *blockchain* con ciertas excepciones respecto a la normativa vigente.

El Régimen piloto pretende permitir la creación de mercados secundarios en los que puedan negociarse los criptoactivos que sean instrumentos financieros y potenciar, así, unos mercados de capitales más eficientes en la UE que sirvan para impulsar el crecimiento de las empresas europeas.

No todos los instrumentos financieros representados con estas tecnologías serán elegibles para el Régimen piloto, sino que se limita a acciones, bonos (incluida deuda no compleja) y cierto tipo de emisiones que no sean de gran tamaño, para las que se fijarán límites cuantitativos.

El Régimen piloto será una pieza más del proceso para avanzar hacia unos mercados de capitales más eficientes en la UE, adaptados además a las nuevas tecnologías.

El Régimen piloto lo que permite es que las infraestructuras o mercados basados en DLT puedan pedir ser autorizados en esta suerte de *sandbox* gozando de una serie de exenciones que se refieren tanto a los sistemas multilaterales de negociación como a los sistemas de liquidación y a ambos. Por ejemplo, la posibilidad de (i) que no haya miembros de mercado o un depositario central de valores, o (ii) que los valores (tokens) no estén representados por medio de anotaciones en cuenta, entre otras.

A cambio de esas exenciones que posibilitan la puesta en marcha de mercados secundarios basados en TRD, se imponen una serie de medidas compensatorias, como (i) que se garantice que el número de valores registrados coincide con los valores en circulación y la capacidad de segregar los valores de un cliente (ii) que se confirmen los detalles de las operaciones y su liquidación (que debe ser casi en tiempo real); (iii) que haya garantía de entrega contra pago.

La autoridad competente para admitir proyectos dentro del Régimen piloto en España será la CNMV y la ESMA será la encargada de asegurar que el Régimen piloto se aplique de manera uniforme en todos los Estados miembros.

Tras el periodo inicial de vigencia de este Régimen piloto, que será de unos cinco años, se valorará cómo adaptar la normativa para permitir que estas plataformas puedan seguir operando y evolucionando.

2.2.4. *REGLAMENTO DE RESILIENCIA OPERATIVA (DORA)*

El Reglamento de Resiliencia Operativa Digital, conocido bajo el nombre de DORA (*Digital Operational Resilience Act*), es otra de las piezas del paquete de finanzas digitales. Su objetivo es crear un marco común que mejore la prevención de riesgos TIC (tecnologías de la información y la comunicación) y, además, regular la manera en que las entidades financieras gestionan este riesgo evitando así que puedan materializarse las amenazas latentes en estos entornos digitales.

La digitalización de los procesos operativos de las entidades financieras conlleva que las arquitecturas de sistemas, información y datos, así como los proveedores terceros que alojan estas infraestructuras, o sus servicios,

cobren cada vez más importancia. Existe así una suerte de dependencia de estos proveedores que, junto a la posibilidad de ataque a las infraestructuras y sistemas, se convierte en el principal riesgo que afronta en la actualidad una entidad financiera (el denominado riesgo de resiliencia operativa digital).

DORA es de aplicación no solo a los bancos e infraestructuras críticas sino también a entidades de pago, de dinero electrónico, a empresas de servicios de inversión, a sociedades de gestión, a aseguradoras, así como a algunos proveedores que les presten servicios TIC. Se espera que DORA sea exigible a todas estas entidades en el año 2023.

Las nuevas obligaciones que DORA introduce son mucho más exigentes que las fijadas hasta la fecha a través de las guías de los supervisores sobre la materia (EBA, ESMA y EIOPA). Además, se trata de una norma imperativa y no de meras directrices.

Por un lado, DORA introduce requisitos uniformes sobre seguridad de las redes y sistemas de información respecto a la gestión de los riesgos en el ámbito de las TIC. Las entidades financieras han de cumplir las siguientes obligaciones:

- notificar los incidentes de seguridad graves al supervisor (CNMV, Banco de España o Banco Central Europeo...).
- implantar un plan de pruebas de resiliencia operativa digital.

Se prevé también en DORA la posibilidad de impulsar la posibilidad de intercambiar información entre las entidades financieras sobre ciberamenazas y vulnerabilidades.

Finalmente, DORA pone el foco en la relación que las entidades financieras tienen con sus proveedores TIC. Requiere que las entidades financieras lleven un control de proveedores y de terceras personas que presten servicios TIC y que la relación de éstos sea objeto de comunicación periódica detallada al supervisor. Regula también el contenido de los acuerdos contractuales con los proveedores TIC. Incluso, aquellos de éstos que sean designados como esenciales (principalmente por su carácter sistémico, es decir, por serlo de una parte importante del sector financiero), pasarán a ser compañías supervisadas por las autoridades regulatorias.

2.3. MODIFICACIÓN *QUICK FIX*

La modificación del *Quick fix* ya en aplicación desde el 29 de febrero de 2022, pese a que en España aún no se ha aprobado la modificación de la Ley del Mercado de Valores que transpone esta Directiva, persigue:

- reducir la complejidad regulatoria y los costes del cumplimiento normativo de las empresas de servicios de inversión, y
- eliminar las distorsiones de la competencia, siempre que, al mismo tiempo, se preste suficiente atención a la protección de los inversores.

Las principales modificaciones están encaminadas a flexibilizar algunos aspectos de MiFID II que se han puesto de manifiesto con el covid19 y la digitalización:

- (i) Sobre la entrega previa de información sobre costes y gastos, se aclara que cuando se utilice un medio de comunicación a distancia para la distribución de instrumentos financieros que impida su entrega previa de la información, se podrá entregar esta información sin demora tras concluir la operación.
- (ii) En lo que respecta al envío de la información exigida en formato electrónico, se indica que se debe entregar con este formato, salvo cuando el cliente o cliente potencial sea un cliente minorista y solicite recibirla en papel, y se le facilitará gratuitamente.
- (iii) Las obligaciones de *unbundling* (separación de costes de análisis y ejecución) no serán aplicables cuando, entre otros requisitos, el análisis se refiera a emisores cuya capitalización bursátil durante el período de treinta y seis meses naturales anteriores no haya sido superior a 1.000 millones de euros.
- (iv) En materia de análisis de costes y beneficios, en casos de recomendaciones de inversión de venta y compra simultáneas, se añade la obligación de comunicar al cliente si los beneficios del cambio son superiores a los costes que ese cambio lleva aparejados o no.
- (v) Se exime de las obligaciones de publicación de los datos sobre la calidad de la ejecución de las operaciones y el centro de ejecución

de la orden a los centros de ejecución y a las empresas de servicios de inversión durante dos años, desde la entrada en vigor de esta directiva.

- (vi) Se rebajan las obligaciones de información cuando el cliente al que se prestan los servicios de inversión sea profesional o contraparte elegible y se eliminan otras cuando se le considere profesional o contraparte elegible.

3. LA UNIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES Y OTRAS MEDIDAS PARA EL ESTÍMULO DE LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES

La Unión del Mercado de Capitales (UMC) es una iniciativa antigua. Fue lanzada en el año 2015 por la CE para fomentar la integración de los mercados europeos, proporcionar a las empresas —especialmente a las Pymes— nuevas fuentes de financiación distintas a la bancaria, ofrecer nuevas opciones a los ahorradores y, en definitiva, conseguir que el sistema financiero de la UE fuera más estable, resistente y competitivo.

A diferencia de la Unión Bancaria, la UMC no contempla, o por lo menos no lo ha hecho hasta la fecha, un supervisor europeo único de los mercados de valores, pero sí una reforma de la supervisión en la UE.

La CE publicó en septiembre de 2017, una propuesta de revisión de diversas normas europeas en el ámbito de la UMC, que incluye la modificación de los Reglamentos que regulan las tres Autoridades Europeas de Supervisión (ESA).

La propuesta de la CE mantenía las tres autoridades microprudenciales actuales (ESMA, EBA y EIOPA) y la macroprudencial (JERS), con sus respectivos ámbitos, si bien reforzó sus cometidos. Como novedad, la propuesta de 2017 abrió el debate sobre la conveniencia de contar con un supervisor europeo de prevención del blanqueo de capitales y financiación del terrorismo, tanto para la UMC como para la Unión Bancaria. Propuesta que se ha concretado y se trata más adelante en este Informe.

La fecha objetivo para conseguir la UMC se situaba en el año 2019.

Una vez implementadas la mayor parte de las medidas inicialmente previstas en 2015 —algunas de las cuales se citan en el apartado siguiente—, la UMC encara una nueva fase tras la constatación de que, aunque para las

grandes empresas se ha mejorado el peso de la financiación procedente de los mercados de capitales frente a la bancaria, esta proporción no se ha incrementado sustancialmente para las Pymes de la UE que siguen financiándose muy mayoritariamente en el canal bancario tradicional. El Brexit y la Covid-19, que están produciendo cambios importantes en los mercados financieros europeos, no han hecho más que agravar la situación en este sentido.

En septiembre de 2020, la CE publicó un nuevo plan de acción bajo la denominación *Una Unión de los Mercados de Capitales para las personas y las empresas: nuevo plan de acción* que introduce 16 nuevas iniciativas, legislativas y no legislativas, orientadas a conseguir diferentes objetivos. Entre ellos, cuatro principales:

- Apoyar una recuperación económica sostenible, inclusiva y resiliente.
- Hacer de la UE un mercado más seguro para ahorrar e invertir a largo plazo.
- Integrar los mercados de capitales nacionales en un auténtico mercado único.
- Promover la financiación para Pymes a través de los mercados de capitales.

La Comunicación de la CE de 24 de septiembre de 2020 reconoce que el objetivo ya fijado en 2015 *lleva tiempo*, y señala que siguen existiendo *obstáculos importantes* para el buen funcionamiento de la UMC como son la supervisión, la fiscalidad y la legislación en materia de insolvencia.

Aparte de estas menciones relevantes, como parte de dicho plan, en noviembre de 2021, la CE aprobó un paquete de 4 propuestas legislativas y una comunicación en la que detalla posibles iniciativas para el año 2022 con el objetivo de dar respuesta a los últimos acontecimientos globales y de la UE y:

- crear de un punto de acceso único europeo (PAUE o ESAP, por sus siglas en inglés) para obtener información de las entidades emisoras;
- modificar el régimen de los fondos de inversión a largo plazo europeos (FILPE);

- revisar la normativa aplicable a los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA); y
- flexibilizar determinadas obligaciones del reglamento sobre los mercados de instrumentos financieros (MiFIR).

Estas propuestas serán debatidas en los próximos meses por el Parlamento Europeo y por el Consejo.

Además, durante 2022, la CE tiene previsto impulsar medidas adicionales, incluyendo nuevas propuestas relacionadas con las salidas a bolsa, un marco de financiación abierto y otras cuestiones de insolvencia empresarial y de formación en materia financiera cuya valoración es positiva. La implementación total de estas medidas sería un paso importante para lograr una verdadera unión de los mercados de capitales en la UE, pero está por ver el grado de implantación que finalmente se consiga y en qué medida este objetivo se consigue.

Si bien aún queda mucho camino por recorrer, se comienzan a apreciar avances respecto a alguno de sus objetivos entre los que destacan:

- Las iniciativas de *crowdfunding* respecto a objetivo de aumentar las posibilidades de financiación a través de mecanismos no bancarios. Esta iniciativa es especialmente relevante en un entorno en el que este tipo de plataformas han crecido exponencialmente en los últimos años.
- En relación con el objetivo de facilitar el acceso a los mercados de capitales:
 - se ha dictado un nuevo reglamento de folletos que, entre otros aspectos, ha reducido la carga administrativa derivada de la elaboración del folleto para todos los emisores, en particular para las Pymes, y
 - se ha mejorado el mercado de bonos corporativos.
- Las nuevas normas sobre el tratamiento de los proyectos de infraestructuras en el marco de Solvencia II, por ejemplo, suponen un avance en el objetivo de favorecer la financiación en infraestructuras.
- En el marco de la incentivación de la financiación minorista y la de los inversores institucionales y la creación de nuevos productos, se ha promovido, por ejemplo, el producto paneuropeo de pensiones

individuales o PEPP, en siglas inglesas. Aquí se enmarcan también la directiva y el reglamento de distribución transfronteriza de fondos.

- Las iniciativas legislativas destinadas a impulsar las titulizaciones simples, transparentes y estandarizadas en la UE.

La iniciativa de la UMC es amplia en su alcance como se ha señalado, y tiene fundamentalmente carácter regulatorio, lo cual es relevante. Sin embargo, la Comunicación de 24 de septiembre de 2020 señala expresamente que *las instituciones de la UE por sí solas no pueden lograr los resultados deseados y que los participantes de los mercados (...) han de hacer uso de las oportunidades que ofrece la UMC para que ésta alcance sus objetivos.*

Esta mención parece apuntar a un elemento importante para el desarrollo de los mercados de capitales y de los objetivos del Plan de acción, como es la promoción de una industria competitiva y necesariamente compleja, que soporte, fomente y tenga un interés directo en su desarrollo, tema respecto del que no se recoge ninguna mención o análisis en la elaboración y desarrollo del Plan.

4. LAS SPAC

Las SPACs (*Special Purpose Acquisition Companies*) no son una vía de salida a Bolsa novedosa ya que existen desde hace años, pero su utilización se ha acelerado desde mediados de 2020. Se estima que, en este periodo reciente, más de la mitad de las incorporaciones a Bolsa en los Estados Unidos (EEUU) han sido realizadas mediante este vehículo. Este importante crecimiento ha llamado la atención de los reguladores y, en particular del BIS que en su *Quarterly Review* de marzo de 2021 califica el crecimiento de las SPACs como un indicador de la *exuberancia de los mercados*.

Las SPACs son empresas sin actividad que salen a cotizar en Bolsa con nuevos accionistas interesados en un proyecto empresarial indeterminado y que utilizan los fondos captados para adquirir compañías en funcionamiento de un sector previamente anunciado. Cuando salen a Bolsa no cuentan con activos sino tan solo con el efectivo recaudado en la operación y por este motivo se las conoce popularmente como empresas de “cheque en blanco”. Con el dinero recibido en la colocación de las acciones de la salida a Bolsa, la SPAC tiene entre 18 y 24 meses para encontrar una empresa con la que fusionarse o con la que realizar una combinación de negocio mediante una adquisición u otro tipo de transacción. (conocidas como de-SPACing). Si en 2 años no se realiza la operación, la SPAC se disuelve, los inversores recuperan el dinero invertido y los promotores se hacen cargo de todos los gastos soportados hasta ese momento.

Si, por el contrario, la SPAC encuentra una sociedad objetivo y acuerda su fusión con ella, los inversores iniciales tienen la alternativa de salirse de la operación, recibiendo el dinero que pusieron en la OPV, o continuar

adelante con ella. Si la fusión se aprueba, los promotores de la sociedad ejecutan unas opciones y toman aproximadamente el 20/25% del grupo resultante. El otro 75/80% se la sociedad corresponde a los inversores de la OPV y a los accionistas de la empresa objetivo fusionada.

Los promotores juegan un papel determinante en este tipo de operaciones, tanto en su diseño como en su gestión y suelen estar formados por inversores de renombre con experiencia en fusiones y adquisiciones, siendo su liderazgo el que atrae capital de más inversores, tanto institucionales como particulares.

Una de las ventajas de estas operaciones en EEUU es que la salida a Bolsa de una SPAC es más sencilla y flexible que la de una operación tradicional (OPV). Se trata de un vehículo asimilable al capital riesgo, en la que podrían participar desde el principio inversores minoristas y con la liquidez inmediata que proporciona la Bolsa.

Las diferencias más relevantes entre las salidas a bolsa convencionales y las SPACs son: i) en las SPACs los patrocinadores acaban adquiriendo participaciones en la empresa en condiciones más favorables que los inversores en una salida a Bolsa tradicional; ii) los patrocinadores pueden tener conflictos de interés, sobre todo cuando se trata de una operación de de-SPACing, en la medida en que podrían estar incentivados en cerrar una operación aunque no lo sea en interés de la sociedad o en los mejores términos para sus accionistas comunes, antes que tener que afrontar la devolución de los fondos a los inversores y soportar los costes del proyecto; y iii) la fijación del precio de operación de fusión (equivalente a su precio de salida a Bolsa) se realiza mediante acuerdo entre los promotores de la SPAC y los responsables de la sociedad objetivo, mientras que en una salida a Bolsa convencional el precio de salida se fija a través de un procedimiento de prospección de la demanda (*book building*).

No cabe duda de que la realización de este tipo de operaciones presenta ventajas para el inversor. Se trata de un producto que consigue una adecuada combinación de los ingredientes del *private equity* y de los de los mercados cotizados. Además, facilita la posibilidad de invertir a un precio óptimo (más en línea con los mercados privados) desde las fases más tempranas, con derecho a la devolución de su inversión si la compañía con la que finalmente se fusiona no fuera de su interés.

Para la sociedad absorbida por la SPAC, esta operación también puede presentar ventajas, dependiendo de cómo se realice la operación. Entre

otras, (i) la compañía podría beneficiarse de una potencial inyección de capital por parte de la SPAC y por el *know how* que aportan los promotores; ii) el mayor grado de libertad de gestión, al no estar sometida a pactos de socios, más típicos de los mercados privados y iii) porque se reduce de forma significativa el tiempo que se tarda en salir a bolsa (4 meses a través de una SPAC frente a 6/8 meses en una operación tradicional).

4.1. ¿EXISTE UNA BURBUJA EN LAS SPAC?

En EEUU el número de operaciones de salida a Bolsa a través de una SPAC ha crecido de forma exponencial en los dos últimos años. Frente a 59 operaciones realizadas en 2019 (US\$ 13.608 mill.), en 2020 se hicieron 248 (US\$ 83.379 mill.), y en 2021 se han realizado 613 (US\$ 162.532 mill.)¹.

No obstante, se observa una ligera ralentización desde abril 2021. Las posibles causas serían: i) la experiencia negativa e irregular de las SPAC que ya han realizado adquisiciones, que podría indicar que se está pagando más de lo que realmente valen las compañías absorbidas; ii) el nuevo entorno monetario en EEUU ante la expectativa de subidas de tipo de interés que podría suponer un menor incentivo para los inversores de tener el dinero aparcado dos años; iii) la mayor presión regulatoria de la SEC que conlleva mayores costes de cumplimiento para las compañías; iv) la percepción del mercado de estar incentivando que empresas jóvenes salgan a Bolsa demasiado pronto, lo que implica un alto riesgo para los inversores.

Un reciente estudio de Bank of America compara la evolución de las empresas que han salido a la Bolsa de Nueva York mediante operaciones tradicionales frente a SPACs en los últimos cuatro años. Los resultados arrojan un peor comportamiento de las SPACs en los tres meses posteriores a su debut frente al de las operaciones tradicionales. En concreto, más del 75% de las SPACs tuvo una evolución negativa en dicho periodo inicial.

Las razones que explicarían ese peor comportamiento son dos: i) en las operaciones tradicionales se ofrece un importante descuento a los inversores para hacer atractiva su inversión mientras que en las SPACs el precio se negocia de forma privada entre los promotores del vehículo y los dueños de la sociedad absorbida; ii) las empresas objetivo de las SPACs tienen negocios menos desarrollados y probados por el mercado.

¹ Datos spacinsider.com

4.2. ADVERTENCIAS DE LA SEC

A medida que este producto se ha ido popularizando en EEUU, la SEC ha hecho diversas advertencias a los inversores sobre el riesgo de las SPACs recordando los “incentivos perversos” que llevan implícitos en su operativa. En particular, la actuación de la SEC se ha dirigido a recordar las características peculiares de este tipo de empresas:

- (i) El auténtico “cheque en blanco” que se concede a los promotores del vehículo.
- (ii) Los conflictos de intereses y los intereses económicos potencialmente diferentes de los patrocinadores, frente a los de otros accionistas que han de ser debidamente desvelados en el folleto de salida a bolsa de la SPAC.
- (iii) Los patrocinadores son los únicos responsables de decidir cómo valorar la empresa objetivo de fusión y cuánto pagará la SPAC por ella.
- (iv) A medida que un SPAC se acerca al final del plazo para adquirir una compañía, las posibilidades de éxito de la operación se reducen lo que puede afectar al precio de adquisición, aumentando el conflicto de intereses entre los patrocinadores de la SPAC y los accionistas de la salida a Bolsa.
- (v) Advierte a los promotores que salir a bolsa a través de una SPAC no evita que se tenga que revelar información esencial al mercado.

Por último, la SEC se ha dirigido a los bancos que participan en las operaciones para interesarse en cómo gestionan los riesgos inherentes a todo el proceso de salida a Bolsa, e incluso plantea exigirles una mayor vigilancia, especialmente de las condiciones de la fusión posterior.

4.3. LAS SPACS EN LA UE

A pesar de que el mercado sigue dominado por EEUU, la captación de fondos de las compañías de cheque en blanco ya ha empezado en la UE. Se estima que en 2021 el mercado europeo de SPACs representó menos de la décima parte del de EEUU. Una de las razones que podría justificar esta situación es la menor relevancia del capital riesgo en el mercado europeo frente al norteamericano. Otra posible causa sería una falta de regulación

de estas operaciones o la existencia de impedimentos de diversa índole para su desarrollo en Europa.

No obstante, se observa un crecimiento muy relevante de estas operaciones en Europa, con crecimientos muy notables en 2021, tanto en número de operaciones (7 veces más) como en el volumen captado (15 veces más). También se observa una preferencia de las SPACs europeas por la Bolsa Euronext de Ámsterdam que dispone de una normativa más favorable a este tipo de transacciones. Cerca de la mitad de las operaciones europeas han ido a este mercado. Por su parte el mercado londinense tuvo que modificar las reglas de contratación porque su sistema anterior era muy restrictivo en las fusiones y obligaba a suspender la cotización desde que se anunciaba la fusión hasta que esta se materializaba, impidiendo que los accionistas que no estén de acuerdo con la fusión pudieran salirse de la compañía.

Son numerosos los promotores europeos de este tipo de operaciones que han optado por acudir directamente a los mercados estadounidenses para listar sus SPACs.

4.4. ¿SE PUEDE SALIR A BOLSA EN ESPAÑA A TRAVÉS DE UNA SPAC?

En España todavía no ha habido ninguna operación de esta naturaleza. El Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital contempló la figura de la SPAC, incluyendo una definición, en el Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión, con el objetivo de proteger a los inversores e impulsar su desarrollo.

Por su parte, la CNMV ha afirmado que, aunque es conveniente realizar algunos cambios legales para facilitar aún más su encaje, hoy por hoy, con la normativa española las SPAC serían posibles. No obstante, el funcionamiento de estas sociedades presenta retos relevantes en determinados ámbitos normativos, que la ley ya regula, pero que pueden verse especialmente afectados en este tipo de estructuras como: i) su gobierno corporativo, ii) los umbrales de la oferta de adquisición, iii) los conflictos de interés, iv) las operaciones vinculadas o v) el régimen de mayorías, que convendría aclarar para dotar de mayor seguridad jurídica a estas operaciones. También se plantean dudas sobre el régimen fiscal de la combinación de negocios en relación a si concurren motivos económicos válidos en la integración entre la sociedad de propósito especial SPAC y la empresa objetivo.

De momento la CNMV se ha mostrado interesada en esta figura y se ha reunido con bancos de inversión, promotores y demás agentes involucrados y ha señalado que, con carácter general, estas operaciones deberían contar con al menos 50 inversores y 50 millones de euros de capitalización, además de cumplir con el requisito de que al menos el 25% del capital debe estar distribuido entre el público.

5. LA REFORMA DE MiFID II

MiFID —y sus sucesivas modificaciones— es una de las normas más relevantes para el sector financiero de los últimos años. Por ello corresponde también en esta edición del Observatorio hacer un apunte sobre su situación.

Por una parte, se ha lanzado una consulta que estaba prevista en la propia Directiva para la posible modificación de MiFID II, de manera que ya se ha comenzado a hablar de MiFID III. Por otra parte, también es de relevancia la modificación de MiFID II introducida por el denominado *Quick fix* y la próxima modificación en materia de sostenibilidad (ESG).

5.1. REVISIÓN DE MiFID II Y MiFIR

En febrero de 2020, la CE inició una consulta pública para recabar sugerencias e indicaciones para evaluar el funcionamiento de la MiFID II y el MiFIR¹ tras dos años desde su entrada en vigor.

Fruto de la consulta, la CE presentará al Parlamento y al Consejo un informe, junto con, en su caso, una propuesta legislativa de reforma.

La consulta era muy amplia y reabría todos los debates que en su día se generaron con las negociaciones de MiFID II, como el cambio en el

¹ Reglamento (UE) n ° 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) n ° 648/2012.

régimen de incentivos, pago por el análisis, aumento de la protección al inversor, el mercado de derivados en materias primas, las obligaciones de negociación de derivados, o el uso de las nuevas tecnologías.

Debe citarse también la reciente consulta de marzo de 2022 de la CE sobre la necesidad de mejorar y, en su caso, homogeneizar las evaluaciones de idoneidad y conveniencia prevista en MiFID II para la prestación de servicios de inversión, con un enfoque centrado más en el perfil de cada inversor que en la complejidad de productos concretos. El objetivo dice la CE que es impulsar la participación de clientes minoristas en los mercados de capitales.

La consulta propone sustituir el actual régimen de elaboración de test de idoneidad y conveniencia por la realización de una nueva evaluación conjunta de ambas para todos los clientes, cualquiera que sea el servicio a prestar a cada inversor. Asimismo, propone extender estos test a todos los clientes y no solo a los que reciben servicios de gestión de carteras o asesoramiento, y que este test único sea portable por el cliente a cualquier entidad a la que acceda para la prestación de servicios.

La nueva evaluación se construiría en torno a dos partes: (i) una primera parte centrada en la evaluación de los objetivos de inversión del inversor minorista, su tolerancia al riesgo y sus limitaciones personales, basada en un cuestionario único estandarizado; y (ii) una segunda, dedicada a definir una estrategia básica, pero personalizada, de asignación de activos para la cartera de inversión del inversor minorista, a la que debe sujetarse la oferta de servicios o productos por parte de todas las entidades que presten servicios de inversión.

La consulta solicita la visión de la industria sobre aspectos tan relevantes como:

- la conveniencia de contar con una evaluación única y normalizada y, en su caso, los beneficios que aportaría a los clientes,
- la conveniencia de que el cliente pueda trasladar el resultado de la evaluación a distintos intermediarios,
- la validez temporal que debería tener esta nueva evaluación,
- las cuestiones que deberían plantearse a los clientes para la evaluación y quién debería realizarla, cómo deberían evaluarse los objetivos de inversión de los clientes, etc.

Si fuera finalmente adoptado, este nuevo enfoque implicaría modificar los actuales test de idoneidad y conveniencia, lo que conllevaría unificar los servicios de inversión ofrecidos a minoristas. La evaluación podría proporcionarse y registrarse en un formato estructurado y legible electrónicamente para futuras referencias, siempre que se cuente con el consentimiento previo del cliente. También implicaría ajustar el enfoque actual de evaluación “por producto”, con uno nuevo de evaluación global del cliente que tenga como resultado una asignación de activos personalizada. Esta idea lleva asociada la portabilidad de la evaluación a cualquier intermediario que elija el propio cliente, lo que le permitirá usarla ante distintos intermediarios financieros sin necesidad de cumplimentar una nueva evaluación. Por último, sería preciso regular la forma y condiciones en que se debe permitir que los intermediarios posteriores se aparten de la asignación de activos inicial.

Esta propuesta, de implementarse, supondría una alteración muy significativa de la situación actual, basada en la diferenciación entre la evaluación de la idoneidad y la conveniencia dependiendo de la naturaleza del servicio a prestar y en la realización de dicha evaluación por cada entidad. A lo que debe añadirse que la composición de la cartera o la política de inversión de un cliente se define por cada entidad conforme a su particular *know how* profesional.

Por consiguiente, un paso de esta envergadura debería ser precedido por un análisis desde el punto de vista del regulador, de las ventajas y perjuicios que esta propuesta conlleva para la industria. Son cuestiones relevantes a este respecto, por ejemplo, las siguientes: (i) qué problemas en concreto se han identificado, (ii) cómo se pretenden solucionar con esta nueva medida, (iii) cuáles son los perfiles concretos que se cubren con el contenido del test, (iv) quién lo pueda realizar —aspecto este relevante— (v) si se puede revisar por cada entidad, (vi) cómo se modifica, (vii) cómo se accede por todas las entidades a él y cómo se recaba el consentimiento, en todo caso, del cliente. Así en la Consulta Pública se echa de menos una mayor explicación y justificación de una medida que tendrían tantas implicaciones en términos de costes, implementación, organización, entendimiento por los inversores, etc.

Por otro lado, la determinación de una política de inversión para cada cliente, que deba ser respetada o seguida por toda entidad que preste servicios de inversión —y específicamente en el campo del asesoramiento y la

gestión de carteras— parece que desconoce que esta es una materia propia de los elementos que califican una prestación de servicios y diferencian unas entidades de otras y es un elemento de competencia también, entre ellas. Por tanto, también esta segunda perspectiva de la propuesta merece una aproximación crítica, incluso en su planteamiento.

Habrà que esperar el desarrollo de las nuevas iniciativas anunciadas por la CE en esta materia, y específicamente de la anunciada publicación de una nueva estrategia de protección de los inversores *retail* anunciada para finales del presente año 2022.

Por último, es de destacar que se encuentra en tramitación una reforma de MIFIR centrada en temas tan relevantes como (i) la modificación del régimen de transparencia tanto en mercados de renta variable como de otros productos, (ii) la modificación del régimen de transparencia para los internalizadores sistemáticos, (iii) la creación de una *consolidated tape* (iv) la modificación de aspectos del denominado *transaction reporting* (v) la clarificación del régimen de *clearing* obligatorio para derivados y (vi) la introducción de medidas de prohibición del pago por *order flow*.

5.2. INTRODUCCIÓN DE CRITERIOS ESG EN MIFID II

La otra gran modificación en curso de MiFID II aún no ha entrado en aplicación y es de gran calado. Se trata de incorporar criterios ESG en las preferencias de los clientes en la adquisición de instrumentos financieros bajo MiFID. Así, en agosto de 2021 se publicó el paquete normativo con el que la Comisión Europea modifica las normativas MiFID II, IDD, Solvencia II, UCITS y AIFMD para incorporar los factores ambientales, sociales y de gobernanza (en adelante, factores ESG).

Las entidades que presten asesoramiento sobre instrumentos financieros o IBIP, o gestión de carteras deben considerar las “preferencias de sostenibilidad” de los inversores.

Por ello, tendrán que preguntar expresamente por esas preferencias al evaluar la idoneidad, aunque primero han de considerar los objetivos de inversión y el horizonte temporal, y después, las posibles preferencias de sostenibilidad.

Por “preferencias de sostenibilidad” se entiende la decisión del cliente sobre si algunos de los siguientes tipos de productos deben formar parte de su cartera de inversiones y en qué medida:

- un producto en el que una proporción mínima se invierta en actividades sostenibles conforme a la taxonomía;
- un producto en el que una proporción mínima se invierta en actividades sostenibles conforme al reglamento de divulgación (SFDR, por sus siglas en inglés); o
- un producto que tiene en cuenta principales incidencias adversas conforme a los elementos cualitativos y cuantitativos seleccionados por el cliente.

Si el producto no cumple con ninguno de los criterios, no podrá ofrecerse como sostenible. En este sentido, se informará al cliente para que, en su caso, modifique sus preferencias de sostenibilidad y la entidad deje constancia de la decisión del cliente.

Esta importante modificación se espera que, salvo que se anuncie su retraso, sea aplicable en agosto de 2022.

6. LA POST-CONTRATACIÓN DE VALORES: LA REFORMA DE CSDR Y EL SETTLEMENT DISCIPLINE REGIME

En el ámbito de la post-contratación y durante el período transcurrido desde la publicación del último informe de este Observatorio (2020), las entidades involucradas, ya sean empresas de servicios de inversión, entidades de crédito y otras instituciones financieras, las infraestructuras de mercado y los propios supervisores, han consolidado su adaptación al nuevo entorno regulatorio iniciado en el período inmediatamente anterior. Con ello, se ha avanzado hacia una mayor convergencia, tanto *de iure* como *de facto*, con los requisitos organizativos y de operación exigibles en las diferentes jurisdicciones de la UE.

No obstante, el camino para la total armonización no ha finalizado, y resulta tarea difícil, habida cuenta de ciertas asimetrías regulatorias que aún perduran y, sobre todo, las diferencias fiscales que parecen perpetuar y, aún más, ahondar la fragmentación del marco de la actividad de los mercados de valores e instrumentos financieros.

Asimismo, las diversas piezas normativas implementadas en el periodo inmediatamente anterior han sido objeto de desarrollo, estando algunas en fase de revisión de cara a evaluar y proponer las modificaciones necesarias para que se alcancen los objetivos marcados.

Este es, en particular, el caso del Reglamento (UE) 909/2014, del Parlamento y del Consejo 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 (en adelante, “CSDR”).

Por diversas razones relacionadas con los plazos de aplicación de sus distintos contenidos, el alcance de la revisión de este Reglamento por parte del legislador europeo ha quedado reducido a ciertas materias. En términos generales, se viene considerando por las autoridades que CSDR está alcanzando los objetivos marcados, en términos de equiparar los regímenes de autorización y funcionamiento de estas infraestructuras en la UE.

Aun así, según el informe elaborado por la CE tras un amplio periodo de consulta con la industria, se ha propuesto una revisión dirigida a cuatro aspectos concretos: (i) la mejora del régimen de pasaporte que facilite la prestación de servicios de registro y liquidación en el marco transfronterizo; (ii) la flexibilización del uso de dinero comercial para la liquidación en los sistemas gestionados por los Depositarios Centrales de Valores junto con una propuesta de apertura por parte de los Bancos Centrales de los Estados miembros para facilitar a los Depositarios Centrales de Valores el acceso directo al sistema de pago de cada una de las divisas nacionales de la UE; (iii) el régimen aplicable a los Depositarios Centrales de Valores de terceros estados que pretendan prestar servicios en el territorio de la UE; y (iv), la mejora de la convergencia supervisora.

Más allá de la propia revisión del contenido original de CSDR, se encuentran en curso de aprobación otras iniciativas legislativas que también impactan en la regulación de estas infraestructuras, suponiendo, en algunos casos, modificaciones en CSDR de carácter interpretativo.

En paralelo, debe destacarse una iniciativa legislativa que propondrá un marco específico y optativo para el servicio de registro en el Depositario Central de Valores cuando se trate de valores *tokenizados*, o se prevea su liquidación sobre la base de sistemas de registro distribuido. Esta iniciativa introduce la reseñable novedad de una nueva infraestructura de mercado que podrá integrar tanto la gestión de la contratación como la liquidación y registro de instrumentos financieros. Se trata del futuro Reglamento sobre un régimen piloto de las infraestructuras del mercado basadas en la tecnología de registro descentralizado al que se ha aludido anteriormente, que se encuentra en su fase final y, previsiblemente, resulte de aplicación en el primer trimestre del 2023.

Por otra parte, respecto a la regulación sobre eficiencia en la liquidación en la UE, la denominada Disciplina de la Liquidación, una de las

novedades con mayor impacto de CSDR, en la fecha de redacción de este informe, no ha sido aún implementada en su totalidad.

Tras sucesivos retrasos causados por diversas razones (la elaboración y tramitación de los estándares técnicos, la necesidad de desarrollo de mecanismos conjuntos por parte de Target2 Securities, la posterior repercusión de la pandemia Covid19 en el grado de preparación de los diversos operadores), la fecha final para la efectiva aplicación del régimen se fijó en el 1 de febrero de 2022.

Sin embargo, una pieza muy relevante de este régimen (que es preciso recordar que contiene medidas para la prevención de fallidos, sistema de penalizaciones a la entidad que provoca el fallido, compensaciones en efectivo a la contrapartida, y diversos esquemas de obligaciones de reporte), ha sido objeto de una peculiar forma de inaplicación. Se trata de la obligación de recompras. A la espera de una modificación de la fecha en que comience tras haberse alcanzado un acuerdo hecho público por las Instituciones Europeas y ESMA, lo cierto es que desde el 1 de febrero de 2022 es una obligación establecida por norma vigente y aplicable. Sin embargo, y atendiendo a dicho anuncio público y a la modificación en curso de CSDR en el futuro Reglamento sobre el régimen piloto, su cumplimiento no será objeto de verificación por parte de los supervisores nacionales hasta, previsiblemente, el 1 de febrero de 2023. Al menos, esa ha sido la interpretación del *Statement* de ESMA de 17 de diciembre de 2021 sobre la despriorización de la supervisión del régimen de recompras.

Así pues, salvo este elemento clave del régimen de disciplina de liquidación, los intervinientes en la liquidación se encuentran ya inmersos en las primeras etapas de aplicación del resto de obligaciones. En lo que atañe al régimen de penalizaciones, este mecanismo no resulta del todo ajeno al mercado español: recordemos que hasta 2016 las operaciones bursátiles fallidas se encontraban también sometidas a penalizaciones, aspecto que lograba mantener las ratios de eficiencia del mercado español de renta variable muy por encima de los de sus homólogos europeos.

Hoy, en 2022, más allá de las preocupaciones en torno al nivel de madurez de los nuevos mecanismos de cálculo, cobro y reparto de los importes correspondientes, es aún pronto para poder evaluar en qué medida la armonización de la disciplina de liquidación alcanza el objetivo previsto: la mejora de la eficiencia en la liquidación en la UE. En los próximos meses las autoridades dispondrán de información suficiente

para realizar el análisis coste-beneficio de este nuevo régimen armonizado, de modo que pueda ajustarse con la proporcionalidad necesaria para lograr potenciar la capacidad competitiva de los mercados de la UE frente a aquellas otras regiones y jurisdicciones con menor carga y costes regulatorios.

7. LA CONCLUSIÓN DE LA UNIÓN BANCARIA. EL IMPULSO E IMPORTANCIA CRECIENTE DE LA JUR Y EL PAQUETE NORMATIVO DE LA RECUPERACIÓN Y RESOLUCIÓN BANCARIA

La consolidación de la Unión Bancaria, basada en tres pilares —Mecanismo Único de Supervisión (MUS), Mecanismo Único de Resolución (MUR) y Fondo de Garantía de Depósitos europeo— sigue pendiente a falta de que se dé forma al tercer pilar con un sistema de garantía de depósitos común y se termine la revisión de algunas ineficiencias del Mecanismo Único de Resolución. Su culminación es importante para afianzar, juntamente con la Unión de Mercado de Capitales, una mayor integración financiera en la UE.

Se cumplen ahora diez años desde que el Consejo de Estabilidad Financiera sentara los principios que debían dar origen a un sistema de resolución bancaria efectivo. Se trataba de que en caso de que se produjera una crisis que hiciera imposible la viabilidad de una entidad bancaria, existiera un instrumento que permitiera asegurar la continuidad de las funciones del banco en crisis y en definitiva, evitar amenazas a la estabilidad del sistema financiero, soslayando el rescate con dinero público. Para ello, los mecanismos de resolución prevén que (i) los accionistas y los acreedores de cada institución bancaria en crisis absorban las pérdidas producidas (*bail-in*) o (ii) se proceda a la venta del negocio o a la segregación de activos “malos” para permitir su supervivencia. En caso de que hicieran falta fondos adicionales, se acudiría, excepcionalmente, a las aportaciones realizadas por el conjunto del sistema bancario (Fondo Único de Resolución), fondo mutualizado con un objetivo de dotación en 2024 del 1% de los depósitos cubiertos en la zona euro que es aportado por las entidades bancarias.

La autoridad única de resolución encargada de liderar y coordinar las diferentes autoridades nacionales en la Junta Única de Resolución (JUR).

Durante la crisis sanitaria los bancos han seguido construyendo el MREL (requisito interno mínimo de fondos propios y pasivos admisibles), para el que se ha fijado un objetivo intermedio en 2022 y otro final en 2024, e incrementando su capacidad total de absorber pérdidas (TLAC). Lo mismo ocurre con el Fondo Único de Resolución, cuyo periodo transitorio se extiende hasta final de 2023. Todo ello, para asegurar que los bancos sean resilientes y capaces de resistir futuras perturbaciones.

A su vez, desde que el marco TLAC/MREL revisado entró en vigor en 2019, la CE ha detectado problemas relacionados con la resolución que se pretenden resolver con la reciente propuesta *Daisy Chain*¹, que **modifica las normas del Reglamento sobre requisitos de capital (RRC)**² y **de la Directiva sobre recuperación y resolución**³.

La propuesta *Daisy Chain*:

- incorpora un tratamiento específico para la suscripción indirecta de instrumentos admisibles a efectos del MREL;
- homogeneiza el tratamiento de los grupos de entidades de importancia sistémica mundial con estrategia de resolución basada en una activación múltiple, y
- aclara la admisibilidad de los instrumentos emitidos en el contexto de la TLAC interna (capacidad de absorción de pérdidas).

Tras la implantación de esta reforma y la culminación de los periodos

¹ <https://www.consilium.europa.eu/media/53686/st15061-re01-en21.pdf>

² [Reglamento \(UE\) no 575/2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión.](#)

³ Directiva UE 2019/879 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2019, por la que se modifica la Directiva 2014/59/UE en relación con la capacidad de absorción de pérdidas y de recapitalización de las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, así como la Directiva 98/26/CE.

Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y por la que se modifican la Directiva 82/891/CEE del Consejo, y las Directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE y 2013/36/UE, y los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010 y (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo Texto pertinente a efectos del EEE.

transitorios acordados para alcanzar los niveles requeridos de MREL y de dotación del Fondo de resolución, quedará culminado el Mecanismo Único de Resolución.

La realidad es que el MUR no siempre ha funcionado efectivamente cuando se han producido crisis y que no siempre se ha evitado que la resolución de una entidad bancaria se haga con la aportación de dinero público, como ocurrió en la crisis de 2008.

En el caso del Banco Popular, por ejemplo, sí se produjo una aplicación completa del MUR, tal como está concebido, pero en otras ocasiones ha habido una aportación previa de dinero público para evitar la liquidación o, en otros casos, se han liquidado los bancos igualmente con ayudas públicas.

Las modificaciones introducidas por la propuesta Daisy (que parecen bien enfocadas) y la culminación del proceso de creación del MUR merecen una valoración favorable. Sin embargo, el Fondo europeo de garantía de depósitos no avanza y sigue siendo una asignatura pendiente. A pesar de que la primera propuesta de establecimiento de un sistema integrado de garantía de depósitos para toda la zona del euro (European Deposit Insurance Scheme) se presentó en noviembre de 2015, y que desde entonces ha habido numerosas revisiones de la propuesta, así como diversos grupos de trabajo impulsados por el Parlamento europeo, por el Consejo europeo, y por la CE para alcanzar acuerdos, el tercer pilar de la Unión Bancaria no avanza satisfactoriamente.

Existe, no obstante, un consenso generalizado en todas las instituciones de la UE y entre los principales líderes europeos en que se trata de una prioridad legislativa en la agenda europea pero, aun así, las dificultades son muchas y el acuerdo sigue pendiente.

8. LAS NUEVAS NORMAS RELATIVAS A LOS EMISORES DE VALORES EN EUROPA

La UE está comprometida con su propósito declarado de “liderar la transformación de la economía hacia un modelo sostenible basado en la lucha contra el cambio climático” en aplicación del Acuerdo de París. Buena prueba de ello es el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles aprobado en 2018 y, últimamente el programa de recuperación económica posterior a la crisis provocada por la Covid19.

Ese compromiso nos ha embarcado en un vasto movimiento de regulación europea, que, entre otros aspectos, pretende mejorar la gestión empresarial según criterios ESG. Esos criterios permean y fundamentan la regulación y la supervisión europea de los mercados financieros. Se trata de actuaciones normativas ambiciosas que, si bien se referían, en un primer momento, a los requerimientos de información no financiera de las compañías, hoy se extienden a la totalidad de su actuación. Es además una materia en constante desarrollo, que trasciende con mucho la concreta vida societaria de relación entre las empresas, sus directivos y sus accionistas.

Los criterios medioambientales y sociales se consideran imprescindibles en la toma de posiciones por los grupos de interés. En particular, hoy es un criterio para la inversión, como han manifestado inversores institucionales como BlackRock, así como multitud de organismos internacionales como *World Economic Forum* o *Business Roundtable*, que han centrado su atención en ellos. Si bien en los últimos años se ha avanzado mucho en la gobernanza de las compañías y, en menor medida, medioambientales, los temas sociales ocupan hoy un puesto relevante en la agenda de los consejos de

administración, a partir de la alarma sanitaria, que ha acelerado procesos iniciados o larvados a lo largo de los últimos años.

8.1. LAS NUEVAS OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN NO FINANCIERA DE LAS COMPAÑÍAS

En materia de Información no financiera, en los últimos años se han sucedido una serie de normas como la Directiva 2014/95/UE del Parlamento y del Consejo de 22 de octubre de 2014 por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE, relativa a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas empresas y determinados grupos. En España, se ha aprobado la Ley 11/2018, de 28 de diciembre de Información no financiera y diversidad, cuya entrada en vigor incrementó de forma sustancial las obligaciones de información de las compañías emisoras de instrumentos financieros con el fin de aumentar la transparencia en los mercados y facilitar las decisiones de los inversores, de realizar o de mantener o no sus inversiones, así como la relación con sus grupos de interés.

Las compañías han realizado un esfuerzo relevante con el fin de cumplir con los nuevos requerimientos legales, que se ha traducido en un avance en el contenido y una mejora en la calidad de los informes no financieros de las compañías que la propia CNMV ha advertido.

Asimismo, se ha aprobado el Reglamento (UE) 2019/2088, de 27 de noviembre de 2019, de divulgación de información sobre sostenibilidad en el sector de los servicios financieros, que fija las normas de los participantes en los mercados financieros y los asesores financieros que aplican los criterios ESG en sus procesos. El Reglamento se ha desarrollado por las Normas Técnicas de Regulación, de nivel 2, cuya aplicación se ha retrasado hasta el 1 de julio de 2022.

La UE se ha puesto a la cabeza del mundo en la taxonomía, que destaca como uno de los objetivos más importantes del Plan de Acción de finanzas sostenibles de 2018 y es un elemento clave en el conjunto de normas de la UE que pretenden dirigir la inversión de capital hacia activos sostenibles a más largo plazo. Según su clasificación, se consideran medioambientalmente sostenibles las actividades económicas que, con determinadas garantías, contribuyan a alguno de los objetivos medioambientales, como los referidos al cambio climático, la protección de los recursos hídricos y marinos, la biodiversidad y los ecosistemas, entre otros.

En la aplicación de la taxonomía de actividades económicas sostenibles, que tiene carácter transversal, el pasado 6 de julio de 2021, la CE adoptó un acto delegado de desarrollo del artículo 8 del Reglamento de taxonomía, que especifica el contenido, la metodología de la información de las empresas financieras y no financieras, para lo que fija el listado de indicadores clave de rendimiento (KPI, por sus siglas en inglés) y sus métodos de cálculo y el modelo normalizado de información sobre las actividades sostenibles, según la definición de la taxonomía. A partir del 1 de enero de 2022, las entidades no financieras deben reportar la proporción de actividades económicas elegibles y no elegibles sobre el volumen de negocios, gastos operacionales (*OPEX*) y gastos en capital (*CAPEX*). Además, las entidades financieras informarán de la relación de sus inversiones con la taxonomía, y de su contribución a los objetivos medioambientales.

Las nuevas normas amplían el número de compañías obligadas a elaborar sus estados de información no financiera, así, como el contenido de la información corporativa en materia medioambiental, social y de buen gobierno corporativo. Concretan la información no financiera y su alcance respecto de los objetivos de sostenibilidad corporativos y su grado de cumplimiento.

Todo el paquete normativo aspira a alcanzar la difícil homogeneización y estandarización de los informes y a conseguir que sean comparables. En esta materia, aceptar un alto grado de flexibilidad es aún más relevante que en otras, por cuanto cada empresa debe comunicar lo que considera material, que depende mucho de sus actividades y características propias. Se trata de un ámbito que se presta todavía a un alto grado de incertidumbre para las empresas, en un mundo en el que las normas están en un constante proceso de revisión y coexisten, además, un buen número de estándares internacionales.

Además, se trabaja en la taxonomía social, aún en estudio, materia que parece especialmente complicada por los problemas que plantea su aplicación. También se ha discutido la necesidad de aprobar otras dos taxonomías referentes a las actividades dañinas o con impacto negativo y a actividades que no impactan o neutrales.

Las nuevas obligaciones plantean importantes problemas para la aplicación de las nuevas ratios a informar. La clasificación se define sobre códigos CNAE, lo que complicará la información a los grupos empresariales o a las compañías que no tengan articulado su árbol societario de acuerdo con ese modelo.

En el desarrollo de la propuesta de Directiva de información corporativa en materia de sostenibilidad, que modifica la Directiva de información no financiera, se plantean las nuevas competencias que deben atribuirse a las comisiones de auditoría en materia de información no financiera y la extensión y alcance de su verificación externa.

8.2. LA INTEGRACIÓN DE CRITERIOS ESG EN EL DERECHO DE SOCIEDADES Y GOBIERNO CORPORATIVO.

La CE viene trabajando en una iniciativa sobre mejora del derecho de sociedades y gobierno corporativo, con la pretensión de que las compañías, y por tanto, sus consejos de administración, integren criterios ESG en sus decisiones y planes empresariales. En 2020, inició los trabajos y publicó una consulta con el propósito de elaborar una propuesta de norma, prevista inicialmente para finales de 2021, que integre tales criterios en el marco legislativo del gobierno corporativo.

Estos trabajos han dado lugar a la publicación, el pasado 23 de febrero, de un proyecto de directiva del Parlamento Europeo y el Consejo, sobre diligencia debida en materia de sostenibilidad.

La directiva trata de mejorar las prácticas de las compañías con el fin de (i) integrar y mitigar los riesgos relativos a derechos humanos y medioambientales, incluidos los derivados de la cadena de valor; (ii) evitar la fragmentación de los requerimientos de diligencia debida y crear un ámbito de seguridad jurídica para las empresas y sus grupos de interés; (iii) incrementar la cuantificación de los impactos negativos y mejorar las medidas y planes de remediación, (iv) servir como instrumento horizontal en relación con los procesos corporativos y (v) complementar otras disposiciones en vigor o proyectadas, como las referidas a taxonomía o a información no financiera.

La propuesta en principio se aplicaría a todas las empresas con más de quinientos empleados y un volumen de negocios superior a ciento cincuenta millones de euros. Tales límites se reducen sustancialmente para el caso de las empresas que actúen en determinados sectores que se consideran de mayor impacto. En esos casos, basta que cuenten con doscientos cincuenta empleados y un volumen de negocio de cuarenta millones de euros.

Se prevé su aplicación además a empresas de terceros países que alcancen determinados umbrales y volumen de negocio en la UE.

De acuerdo con la propuesta, las empresas quedarían sujetas a las siguientes obligaciones:

- Integrar la diligencia debida en sus políticas y procedimientos corporativos, con la aprobación de políticas de diligencia debida, códigos de conducta y el establecimiento de las medidas precisas para asegurar su cumplimiento.
- Determinar los impactos adversos, reales y potenciales, en los que pueda incurrir la compañía en materia de derechos humanos y medio ambiente, que se deriven de su actividad, la de sus filiales y —este es un punto relevante— por su cadena de valor.
- Prevenir, mitigar y concluir los impactos adversos, potenciales o ya producidos para lo que, cuando sea necesario, se aprueben planes de acción preventivos con plazos razonables e indicadores de cumplimiento.
- Desarrollar un canal de denuncias a través del que se puedan trasladar sus reclamaciones y preocupaciones sobre los impactos adversos.
- Supervisar periódicamente tanto sus actividades como la de la cadena de valor, y verificar la aplicación de las políticas y procedimientos.

Tales obligaciones determinan un amplio conjunto de responsabilidades que se atribuyen a los miembros de los órganos de administración de las compañías.

Resulta indudable que los sistemas de gobierno y la cultura de las compañías deben tener en cuenta los aspectos medioambientales y sociales, con el consiguiente mapa de riesgos de su actividad, que deben integrarse en la actividad de sus órganos de gobierno y, desde allí a toda la organización.

Sin embargo, el proyecto plantea ciertas cuestiones que suscitan debate, las cuales se mencionan brevemente a continuación.

- a) Sobre la plasmación de los fines y políticas ESG en el interés social de las compañías.

En los últimos años, se vuelve a insistir en el debate entre el corto y el largo plazo del propósito de las compañías. Poco a poco se ha ido ampliando el objeto social desde el estricto marco de la maximización del valor para el accionista en el corto plazo, para incorporar

al interés social los nuevos criterios ESG, como objetivos sostenibles de las empresas. La aplicación propuesta de los criterios de sostenibilidad en el gobierno corporativo va a obligar a las empresas a tomar sus decisiones teniendo en cuenta el impacto medioambiental (incluyendo también los aspectos climáticos y de biodiversidad), social, humano y económico en vez de centrarse en los resultados a corto plazo.

Se trata de una modificación no menor y que coincide con la generalización de esas nuevas preocupaciones entre los grupos de interés de las compañías y, en particular pero no solo, en su comunidad inversora. La sostenibilidad se ha convertido en el nuevo estándar de inversión. Existe una progresiva concienciación, cada vez más extendida más allá de los grandes inversores institucionales. Hoy se afirma sin ambages que la lucha contra el cambio climático y los objetivos de París incumben a las empresas, financieras o no.

Por otro lado, las iniciativas para concretar las obligaciones y responsabilidades de los inversores institucionales imponen una mayor presencia y control en las compañías en las que invierten, con obligaciones de información más detalladas y actuaciones que suponen un control más riguroso de las compañías cotizadas.

En esa línea, destaca el papel cada vez más valioso de los inversores institucionales y accionistas en la extensión de los criterios sociales y medioambientales, de lo que es buena prueba la aparición en varias jurisdicciones europeas de códigos para la actuación responsable de esos inversores (*Stewardship*). Resulta relevante concretar algunas de las funciones y responsabilidades que adquieren ante sus clientes y respecto de las compañías en las que invierten, así como cumplir determinadas obligaciones de información.

b) Sobre el nuevo papel de los consejos de administración.

Los Consejos son los responsables de diseñar y aprobar las nuevas políticas y estrategias a largo plazo. Esas políticas exigirán además establecer objetivos, métricas y calendario para su ejecución. Para ello, deberán atender al tipo de actividad, el sector de la compañía, el tamaño de las empresas y sus mercados. Deben desarrollar los mapas de riesgos físicos y de transición, los riesgos físicos asociados al cambio climático, y el impacto de la nueva regulación. Es precisa una profunda reevaluación del riesgo y el valor de los activos.

El riesgo climático es un riesgo de inversión. La experiencia muestra que se trata también de un riesgo jurídico, como puso de manifiesto la reciente condena a la petrolera Shell por parte de un tribunal holandés en mayo de 2021. Todos los riesgos, también los pretendidamente llamados riesgos no financieros, sin duda son financieros. El contenido específico de la diligencia debida, y su alcance, exigirá a las compañías hacer un análisis de coste-beneficio para tomar sus decisiones sobre la base de criterios cuantitativos.

El proyecto de directiva se refiere a esas obligaciones tanto en las funciones de gobierno y dirección de los Consejos, como en las de supervisión, que se amplían hasta alcanzar la cadena de valor. Así, en primer lugar, en el proceso de toma de decisiones, en el que se tendrán en cuenta los potenciales impactos, y en la aprobación de las políticas y las medidas de aplicación. Y, en segundo lugar, en sus nuevas responsabilidades de supervisión.

Asimismo, los sistemas de retribución e incentivos remuneratorios se deberán adecuar a la persecución de tales objetivos, con un peso que se considere relevante.

Entre las previsiones señaladas, se prevé la obligación de las empresas de tener procedimientos para prevenir, mitigar y asumir responsabilidades respecto de los impactos sobre los derechos humanos (derechos y condiciones laborales incluidos), la salud y el medio ambiente (cambio climático incluido).

Resalta la ampliación de la responsabilidad de las empresas, la legitimación de los terceros para su exigencia, y la competencia de las autoridades para sancionar los incumplimientos de la obligación de diligencia debida en materia de sostenibilidad. En particular, destaca que las sociedades matrices respondan civilmente de los daños que sus filiales causen en materia de derechos humanos, tan difícil de concretar, o cuestiones ambientales, por acción u omisión, ya sea directamente o debido a una inadecuada monitorización de su cadena de suministro. Se trata de una iniciativa que pueden terminar por extender el ámbito de eventuales incumplimientos de los que deberían responder los consejos de administración y la alta dirección de las compañías, lo que puede redundar negativamente en su gobierno.

Estas responsabilidades se atribuyen al consejo en pleno, que no puede delegarlas. No obstante, la supervisión de las políticas y re-

glas de la sociedad en materia medioambiental social y de gobierno corporativo y los códigos internos se atribuía a alguna o varias comisiones del consejo, integradas únicamente por consejeros no ejecutivos, con mayoría de independientes.

En todo caso, si bien la experiencia muestra que en algunas de las decisiones en materia de gobernanza que se consideran prioritarias la autorregulación puede no ser suficiente para alcanzar los objetivos perseguidos, cualquier decisión legislativa deberá facilitar la seguridad jurídica y ser ponderada y ajustada a un universo diverso de compañías afectadas.

9. LA REVISIÓN DE LA CONVERGENCIA SUPERVISORA

Desde la creación de las autoridades europeas de supervisión EBA, ESMA e EIOPA (AES) en el año 2011, se ha avanzado considerablemente tanto en la convergencia de la supervisión en la UE como en el código normativo único. La última revisión de las AES se realizó en el año 2019 introduciendo ajustes para su adecuado funcionamiento, otorgándoles mayores competencias y la posibilidad de supervisión directa en algunas áreas y respecto de algún tipo de entidades.

Sin embargo, son precisos esfuerzos continuos para seguir avanzando en la convergencia supervisora.

En este contexto, el plan de acción de la UMC exige a la CE que trabaje en pro de un código normativo único mejorado y que haga un balance de lo que se ha logrado en materia de convergencia de la supervisión en el cuarto trimestre de 2021.

Así la CE lanzó en marzo de 2021 una consulta sobre la convergencia supervisora y el código normativo único. Las aportaciones a esta consulta que se solicitaban a distintos grupos de interesados, pero muy especialmente a los supervisores nacionales, servirán para que la CE haga el balance que se le solicitó y para en su caso proponer modificaciones a los reglamentos que regulan las AES.

En nuestra opinión, las modificaciones de los reglamentos sobre AES en 2019 han aportado resultados positivos en diferentes ámbitos de competencia de la AES. La situación actual de los poderes de supervisión directa de las AES puede así calificarse como satisfactoria, pero valdría la pena explo-

rar una posible ampliación para algunas entidades y áreas para aumentar la convergencia supervisora.

Así, sería necesario, con la finalidad de competir con otras jurisdicciones, incluir la competitividad de los mercados financieros de la UE en el mandato de las AES, especialmente en el entorno de creciente digitalización en el que nos encontramos.

Asimismo, debería pensarse el sistema de pasaportes para evitar ciertos abusos y que las autoridades donde se desarrolla la actividad de las empresas de servicios de inversión o gestoras con pasaporte puedan participar en la supervisión de dichas entidades. Además, un régimen sancionador dispar en el seno de la UE, son un caldo de cultivo para que las malas prácticas se perpetúen y se importen desde Estados miembros con regímenes más exigentes hacia los más laxos, con medidas y sanciones no disuasorias.

También podría avanzarse en la transparencia legislativa, por ejemplo, utilizando la consulta pública en el proceso de redacción de las preguntas y respuestas —cada vez más frecuentes—, y consultando a las partes interesadas y a los grupos de trabajo pertinentes.

Por último, hay que indicar que se está trabajando en paralelo en lograr una mayor independencia de las autoridades nacionales (AN) ya que, desde enero de 2020, las AES tienen la tarea de fomentar y supervisar la independencia de la supervisión sobre la actuación de las AN en los aspectos clave. Así las AES han publicado en octubre de 2021 informes sobre la independencia de la supervisión de las autoridades competentes (AC) cada una en sus respectivos ámbitos de supervisión. Las AN afirman que son autoridades independientes, que operan día a día con suficiente independencia financiera y personal, y con un marco adecuado para la rendición de cuentas.

10. PAQUETE DE MEDIDAS DE PBCyFT PARA LA CREACIÓN DE UN NUEVO SUPERVISOR EN LA UNIÓN EUROPEA

La CE presentó en julio de 2021 un conjunto de propuestas para reformular el marco legal de PBCyFT. Con ellas, propone crear una autoridad en la UE para la lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación al terrorismo, y reforzar la supervisión con la “sexta directiva”. Asimismo, propone un reglamento único de aplicación directa y un proceso de seguimiento de la operativa con criptoactivos.

Así, en julio de 2021, la CE presentó cuatro propuestas normativas para conformar el futuro marco de la prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo en la UE.

Se han hecho públicos tres borradores de reglamentos sobre:

- la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo;
- la creación de la Autoridad Europea para la PBCyFT; y
- la información que acompaña a las transferencias de fondos y a determinados criptoactivos.

Estas propuestas de reglamentos se acompañan de un proyecto de futura “Sexta Directiva” (siguiendo la técnica de denominar las directivas sobre la prevención de estos delitos por el ordinal de las que lo tratan) que define el régimen institucional de los mecanismos de supervisión de la PBCyFT que deben implantar los Estados miembros.

La aprobación de esta directiva supondrá derogar la actual Directiva (UE) 2015/8491 (“Cuarta Directiva”, modificada por la “Quinta Directiva”).

10.1. LA AUTORIDAD EUROPEA PARA LA PREVENCIÓN DEL BLANQUEO DE CAPITALES Y DE LA FINANCIACIÓN DEL TERRORISMO

La CE propone la creación de esta autoridad, que se conocerá como AMLA (Anti-Money Laundering Authority), que será independiente, unificará la supervisión en toda la UE y mejorará la cooperación entre las unidades de inteligencia financiera.

Con esta medida, se tratan de solventar las asimetrías actuales en la calidad y eficacia en la supervisión de la PBCyFT entre los Estados miembros, especialmente en los supuestos de carácter transfronterizo.

La AMLA, que se convertirá en la pieza central de un sistema integrado de supervisión con las autoridades nacionales, está previsto que se cree en el año 2023 y que esté en pleno funcionamiento en 2026.

Este nuevo supervisor coordinará a las autoridades nacionales para que los sujetos obligados apliquen, de forma correcta y coherente, las normas de la UE, y estará dotada de facultades reguladoras.

En el sector financiero, la AMLA supervisará directamente a las entidades de este sector expuestas a mayor riesgo de blanqueo de capitales y financiación del terrorismo, y asumirá la supervisión indirecta del resto de sujetos obligados.

Por todo ello la AMLA supondrá la creación de una nueva autoridad que modificará el panorama supervisor de la UE en un asunto tan relevante como es la prevención del blanqueo de capitales y la prevención del terrorismo.

CONCLUSIONES

El periodo que se analiza en esta edición del Observatorio ha sido extremadamente convulso. Cuando nuestras economías y sistemas productivos comenzaban a salir de la crisis anterior, dos nuevos acontecimientos, muy extraordinarios, han trastocado la situación y han afectado severamente la iniciada recuperación. Nos referimos a la crisis sanitaria originada por la Covid-19 y a la guerra producida por la invasión de Ucrania.

Ambas crisis están motivando la promulgación de nuevas normas y han inducido muchas de las iniciativas y reformas en el ámbito financiero tendentes a recuperar el terreno perdido y afrontar la crisis. Entre ellas, destacan:

— la digitalización, la innovación y la sostenibilidad de las finanzas y otras medidas tendentes a afrontar los efectos de la emergencia sanitaria sobre emisores, intermediarios, y empresas en general, que se analizan en este Informe.

— la invasión de Ucrania, que tendrá efectos sobre la globalización y producirá, probablemente, una reasignación de las inversiones públicas — hacia defensa o a la acogida de los refugiados, entre otras partidas— en los presupuestos europeos. Ante esta situación, la UE en su conjunto ha demostrado, un elevado grado de respuesta conjunta y rapidez en la implantación de las medidas acordadas.

Por otro lado, (i) la Unión Bancaria sigue sin resolver la implantación del fondo de garantías de depósitos europeo (tercer pilar) —lo que supone

un grave inconveniente de cara a abordar una Unión fiscal y económica que facilite la adopción de acciones concertadas y la solidaridad entre Estados miembros ante situaciones de emergencia— y (ii) la Unión del Mercado de Capitales encara una nueva etapa para tratar de impulsar alguno de sus objetivos iniciales, no totalmente alcanzados.

En este entorno, las principales conclusiones del trabajo realizado en este Informe son las siguientes:

SOBRE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

- 1) Los desajustes económicos iniciales ocasionados por la Covid-19 tuvieron un fuerte impacto en el grado de integración y en la estructura financiera de la zona euro. Las empresas lucharon por obtener liquidez para garantizar su viabilidad y la demanda de instrumentos líquidos se disparó a expensas de otros activos.

Esta fragmentación puede explicarse por el hecho de que, si bien la causa de la crisis era una epidemia común, su gravedad se manifestó de manera diferente en los diferentes países —con velocidades desiguales de contagio y diferencias en los sistemas de salud—. Además, cada uno de los Estados de la zona euro contaba con diferentes niveles de deuda pública y, por tanto, con un diferente margen fiscal para abordar la crisis. Como consecuencia de ello, los diferenciales de deuda soberana de los países más vulnerables se ampliaron respecto a Alemania, si bien se mantuvieron muy por debajo de sus máximos durante la crisis anterior.

- 2) Las decididas respuestas comunes de política monetaria, fiscal y prudencial en la zona euro para afrontar la crisis, en un entorno de mercados débiles y de tasas de interés bajas, fueron decisivos para revertir la fragmentación inicial en los precios de los activos.

SOBRE LA SOSTENIBILIDAD

- 3) El paquete normativo sobre sostenibilidad de la UE es una de las iniciativas más ambiciosas de toda la historia de la UE. La lista de pro-

puestas de modificación de normas ya existentes y de promulgación de otras para intentar hacer frente al cambio climático y la sostenibilidad, es inabarcable. Este conjunto de cambios llamados a incorporar criterios medioambientales y sostenibles en los distintos sectores de la actividad financiera requerirá de importantes esfuerzos y costes de adaptación por parte de las entidades financieras que han de afrontarlos como un asunto estratégico y no solo de cumplimiento formal, pues determinará la competitividad futura del sector. Además, es imperativo que la sostenibilidad y la lucha sobre el cambio climático sea adoptada como una prioridad normativa con carácter global, no solo europea, para no crear ventajas competitivas y, sobre todo, para que la iniciativa tenga éxito desde el punto de vista del impacto positivo sobre el planeta.

SOBRE LAS FINANZAS DIGITALES

- 4) El paquete de finanzas digitales ofrece importantes oportunidades de negocio. Se trata de un conjunto de normas que tratan de situar a la UE a la cabeza de la innovación financiera, recuperando el tiempo perdido.

La digitalización abre la puerta a nuevos competidores en el mundo digital que miran al mercado financiero como un terreno de juego a ocupar (es el caso de grandes empresas tecnológicas como las denominadas GAFA —Google, Amazon, Facebook y Apple—, si bien es también una oportunidad para las entidades financieras que ya cuentan con la experiencia de prestar servicios sujetos a supervisión financiera.

- 5) En todo caso sería recomendable que, dado que los competidores más relevantes de las entidades financieras son entidades multinacionales con operaciones globales y en posesión de los datos de millones de usuarios, la regulación no solo tratara igual el tipo de actividad financiera que éstas puedan desarrollar, sino que impusiera cautelas específicas a este tipo de entidades. Es decir, que la regulación por actividad se completara con una regulación por entidad, habida cuenta del carácter sistémico que tienen estos actores.

SOBRE LA REGULACIÓN DE LOS CRIPTOACTIVOS Y MICA

- 6) La normativa europea sobre criptoactivos, MiCA, está próxima a su aprobación.

Varios países europeos están incorporando ya a su ordenamiento normativo ajustada a los borradores de MiCA, sin esperar ni a su aprobación ni al plazo que la propuesta concede para su exigibilidad. Este es el caso de Francia, Alemania o Luxemburgo, al incorporar normativas nacionales que regulan la emisión de criptoactivos y la prestación de servicios sobre éstos basándose en el texto conocido de MiCA. Otros países, como Portugal, también han optado por facilitar también una fiscalidad atractiva con vistas a convertirse en centro de atracción de la “industria cripto”.

España precisa contar con una regulación nacional de criptoactivos inspirada en MiCA, sin esperar a la aprobación del reglamento europeo al igual que lo están haciendo los citados países.

- 7) La falta de regulación en España sobre esta materia, la coloca en una posición de desventaja, hace que los emisores y proveedores busquen otras jurisdicciones y la expone a perder la oportunidad de integrarse en esta nueva e imparable realidad. En una coyuntura como la descrita en este Observatorio —en la que la digitalización y la sostenibilidad son los dos pilares que han de sustentar la recuperación post-Covid-19—, perder el tren de la innovación en criptoactivos puede ser un paso atrás muy difícil de recuperar.

SOBRE MiFID II

- 8) El paquete MiFID II está de nuevo en revisión. MiFID es una norma clave que está sufriendo excesivos cambios que determinan importantes costes de adaptación para las entidades financieras.

Tras solo cuatro años desde su entrada en aplicación, la Directiva no solo se ha visto modificada por el *quick fix*, sino que también se están exigiendo importantes cambios en los test que deben cumplimentar los clientes —para incorporar los criterios de sostenibilidad— y en otros procedimientos operativos. En paralelo, en el contexto de su revisión, se ha abierto otra vez la discusión sobre el

régimen de incentivos y se ha planteado inclusive —después de los sucesivos ajustes que las entidades han tenido que acometer para acomodar los test a las nuevas exigencias— una nueva idea que propone un test único que sea “portable”. Sería recomendable que la regulación MiFID se completara finalmente y se concediera a las entidades una “tregua regulatoria” y un periodo de seguridad jurídica en este ámbito en el que puedan definir sus modelos de negocio y procesos operativos, y absorber los costes de adaptación antes de abordar nuevas iniciativas.

SOBRE LA UNIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES (UMC)

- 9) Pese a que desde el lanzamiento original de la UMC se ha incrementado el porcentaje de financiación que las empresas europeas obtienen en los mercados de capitales frente a la recibida por los canales crediticios tradicionales, lo cierto es que las Pymes europeas aun cuentan con una exposición muy elevada a la financiación bancaria.

Por ello, el nuevo impulso que se está dando a la UMC es clave para conseguir finalmente un auténtico mercado de capitales útil para la financiación empresarial que permita (i) facilitar el acceso a los mercados de capitales reduciendo cargas administrativas, (ii) incentivar la financiación minorista e (iii) impulsar las titulizaciones simples, transparentes y estandarizadas en la UE.

- 10) En particular, merece una valoración positiva la iniciativa de crear un marco europeo de *crowdfunding* que armonice la regulación que ya existía en varios países europeos. Este tipo de financiación alternativa ha experimentado un notable crecimiento durante la pandemia Covid-19 y es importante consolidar su presencia en los mercados de capitales armonizando su regulación.

SOBRE LAS SPAC

- 11) Las salidas a Bolsa a través de compañías de propósito especial SPAC ha resultado muy exitosa en EEUU en los dos últimos años, alcanzando cifras sorprendentes en cuanto a número de operaciones y volumen captado en el mercado. Sin embargo, los resultados obte-

nidos por los inversores, una vez realizada la fusión o la combinación de negocio (de-SPACing) de la sociedad objetivo con la SPAC, han sido discretos, aunque todavía hay muchas compañías en busca de sociedades con las que fusionarse.

En Europa los datos de salidas a Bolsa mediante esta figura son menores, pero también se observan crecimientos importantes. No todos los mercados europeos están registrando operaciones de esta naturaleza lo que podría indicar una falta de uniformidad en la regulación o condiciones más favorables en unas jurisdicciones frente a otras.

Este tipo de operaciones resultan atractivas en cuanto que permiten acercar a los inversores al capital riesgo en empresas en etapas todavía incipientes. No obstante, la figura es compleja por la existencia de conflictos de interés y presenta retos relevantes en determinados ámbitos normativos que deben ser aclaradas adecuadamente por la normativa para proteger convenientemente a los inversores que participen en ellas.

SOBRE LOS EMISORES

- 12) Las reformas previstas en la gobernanza de las compañías, recogidas en la propuesta de directiva de diligencia debida, que hasta ahora se habían incorporado en códigos de buen gobierno o en normas imperativas de carácter local, extienden, de forma muy novedosa y polémica, el alcance de la legislación europea en el ámbito del derecho corporativo.

La extensión de su ámbito de aplicación a un amplio número de empresas, cotizadas o no, la poca concreción de algunas de las obligaciones que se imponen, la indefinición de la cadena de valor, más allá de las filiales del grupo, y la multiplicación de los sujetos afectados que pueden reclamar su cumplimiento, exigen una cuidadosa elaboración del texto final y una recepción adecuada del principio de proporcionalidad, para ajustarla a las muy diversas compañías sujetas. La aplicación uniforme que, en gran medida justifica la elaboración de la norma, lo requiere.

- 13) Las normas sobre información en materia de sostenibilidad tienen el efecto de disciplinar la actuación de las compañías, lo que es un

avance indiscutible. No obstante, la reforma sucesiva de las normas aplicables, sin bien justificadas por el incremento de las necesidades de información, han exigido un esfuerzo extraordinario de gestión de los datos singularmente difícil para el conjunto de las compañías afectadas. Existen todavía muchas diferencias en la manera de contabilizar y de reportar que deberían paliarse con un desarrollo y aplicación prudente de la propuesta de Directiva de información corporativa en materia de sostenibilidad.

PAPELES DE LA FUNDACIÓN

- N.º 1 Estudio para la mejora del Gobierno Corporativo, la Transparencia Informativa y los Conflictos de Interés.
- N.º 2 Guía de Principios de Buen Gobierno Corporativo, Transparencia Informativa y los Conflictos de Interés en las Sociedades Cotizadas.
- N.º 3 Estudio sobre los efectos de la aplicación de las Normas Contables del IASB a los sectores cotizados de la Bolsa Española.
- N.º 4 Buen Gobierno, Transparencia y Ética en el sector público.
- N.º 5 Estudio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2 vols.):
- Resumen del estudio en Español.
 - Resumen del estudio en Inglés.
- N.º 6 Guía de Buenas Prácticas para el desarrollo de la Junta General de accionistas de Sociedades Cotizadas.
- N.º 7 Observatorio de Gobierno Corporativo de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2003.
- N.º 8 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades del Ibex-35 de la Bolsa Española IEI-FEF.
- N.º 9 Pensiones y Ahorro a largo plazo: un viejo problema en busca de nuevas soluciones.
- N.º 10 El ciclo del Capital Riesgo en Europa: su gestión y aportación de valor.

- N.º 11 España y las nuevas Perspectivas Financieras de la Unión Europea 2007-2013: Nuevos condicionantes, nuevos objetivos, nuevas estrategias.
- N.º 12 Diversidad de Género en los Consejos de Administración de las Sociedades Cotizadas y Cajas de Ahorros españolas.
- N.º 13 España y la nueva arquitectura económica y financiera internacional. El desafío del G-8.
- N.º 14 Observatorio de Gobierno Corporativo de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2004.
- N.º 15 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades de la Bolsa Española IEI-FEF.
- N.º 16 La Responsabilidad Corporativa: una propuesta para un entorno empresarial más eficiente y socialmente comprometido.
- N.º 17 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2006).
- N.º 18 Las Cajas de Ahorros: Modelo de Negocio, Estructura de la Propiedad y su Gobierno Corporativo.
- N.º 19 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2006.
- N.º 20 Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional (2007).
- N.º 21 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2007).
- N.º 22 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2007.
- N.º 23 El Papel de las Instituciones Públicas en las Operaciones de Control Corporativo Nacionales y Transnacionales.
- N.º 24 Instrumentos Financieros para la Jubilación.
- N.º 25 Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional (2008).
- N.º 26 La Filantropía: tendencias y perspectivas. Homenaje a Rodrigo Uría Meruéndano.
- N.º 27 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2008).
- N.º 28 El sistema bancario español ante el nuevo entorno financiero.

- N.º 29 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2008.
- N.º 30 Situación actual y perspectivas de las Instituciones de Inversión Colectiva.
- N.º 31 Observatorio de la Economía Internacional (2009).
- N.º 32 Observatorio de Gobierno Corporativo (2009).
- N.º 33 La Ley Concursal y su aplicación.
- N.º 34 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2009).
- N.º 35 Estudio sobre el Sector Asegurador en España.
- N.º 36 Nuevos Enfoques para Viejos Riesgos Financieros.
- N.º 37 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2010).
- N.º 38 Estudio sobre el Sector Asegurador en España, 2010. Los pilares cualitativos de Solvencia II.
- N.º 39 El Ahorro Familiar en España.
- N.º 40 Observatorio de Gobierno Corporativo (2010).
- N.º 41 Los Nuevos Mercados Energéticos.
- N.º 42 Mecanismos de prevención y Gestión de futuras crisis bancarias.
- N.º 43 Las Economías emergentes y el reequilibrio global: retos y oportunidades para España.
- N.º 44 La crisis en Europa: ¿un problema de deuda soberana o una crisis del Euro?
- N.º 45 Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación.
- N.º 46 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2012).
- N.º 47 Desapalancamiento y crecimiento en España.
- N.º 48 El Sector Asegurador ante las transformaciones del Estado de bienestar.
- N.º 49 La arquitectura Institucional de la refundación del euro.
- N.º 50 España: crecer en la nueva economía global.
- N.º 51 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2013).

- N.º 52 Nuevos desafíos del sector financiero: recuperando la confianza y mejorando la cultura financiera.
- N.º 53 La regulación Financiera: ¿Solución o problema?
- N.º 54 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2015).
- N.º 55 Acabar con el paro, ¿queremos?, ¿podemos? Una propuesta analítica sobre la ocupación y el empleo en España.
- N.º 56 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2016).
- N.º 57 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2017).
- N.º 58 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2018).
- N.º 59 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2020).
- N.º 60 El rol de las finanzas en una economía sostenible.
- N.º 61 Financiación de intangibles.
- N.º 62 DeFi: ilusiones, realidades y desafíos.
- N.º 63 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2022).

ENTIDADES PATRONO DE LA FUNDACIÓN

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

