

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

# **OBSERVATORIO SOBRE LA REFORMA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EUROPEOS (2017)**

*Directores*

**Ramiro Martínez-Pardo del Valle  
Francisco Javier Zapata Cirugeda**

*Coordinadores*

**Sara Gutiérrez Campiña  
Gloria Hernández Aler  
Alfredo Jiménez Fernández**

ISBN: 978-84-697-6699-6  
Depósito Legal: M. 30007 - 2017  
Edita: Fundación de Estudios Financieros



## ÍNDICE

<b>EQUIPO DE TRABAJO</b>	<b>5</b>
<b>PRESENTACIÓN</b>	<b>7</b>
<b>INFORME DE CONCLUSIONES DEL OBSERVATORIO</b>	<b>9</b>
<b>RELACIÓN DE TRABAJOS APORTADOS AL OBSERVATORIO</b>	
<b>1. Estado de la regulación sobre protección del inversor en la adquisición de productos y servicios de inversión (MiFID II/MIFIR, IDD, PRIIPS)</b> <i>Ignacio Santillán (FOGAIN)</i>	<b>47</b>
<b>2. La transparencia del Crédito Hipotecario</b> <i>Gregorio Arranz</i>	<b>57</b>
<b>3. Retos y tendencias regulatorias en el sector bancario</b> <i>Mario Delgado Alfaro (EY)</i>	<b>69</b>
<b>4. La Directiva sobre resolución alternativa de litigios en materia de consumo y su transposición al ordenamiento español: especial referencia al ámbito financiero</b> <i>Javier Rodríguez Pellitero (AEB)</i>	<b>83</b>
<b>5. El nuevo panorama en la comercialización de productos financieros: El Asesoramiento Independiente Bajo MiFID II</b> <i>Ana García Rodríguez (BAKER MCKENZIE)</i>	<b>95</b>
<b>6. Impacto de MiFID II en el mercado español de opciones y futuros</b> <i>Clotilde Salmerón y Beatriz Alejandro (MEFF)</i>	<b>109</b>
<b>7. El nuevo mercado de Renta Fija en MiFID II</b> <i>Julio Alcántara Lera y Gonzalo Gómez Retuerto (BME Renta Fija)</i>	<b>117</b>
<b>8. Oportunidades para el desarrollo de empresas Fintech</b> <i>Ramón Blanco (Indexa)</i>	<b>129</b>
<b>9. El nuevo Reglamento europeo sobre Fondos del Mercado Monetario</b> <i>Elisa Ricón Holgueras (INVERCO)</i>	<b>143</b>
<b>10. Big data y entidades financieras</b> <i>Javier Aparicio Salom (finReg 360)</i>	<b>155</b>
<b>11. Ciberseguridad y mercados financieros</b> <i>Rubén Frieiro Barros (DELOITTE)</i>	<b>161</b>
<b>12. Últimos avances (y retrocesos) en la resolución bancaria</b> <i>Francisco Uría (KPMG)</i>	<b>177</b>
<b>13. Convergencia supervisora en los Mercados de Capitales</b> <i>Lourdes Centeno Huerta (EY)</i>	<b>189</b>
<b>PAPELES DE LA FUNDACIÓN</b>	<b>205</b>
<b>ENTIDADES PATRONO DE LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS</b>	<b>207</b>





**EQUIPO DE TRABAJO**

***DIRECTORES***

**Ramiro Martínez-Pardo del Valle**  
*Presidente de Solventis SGIIC, Vicepresidente del IEAF*

**Francisco Javier Zapata Cirugeda**  
*Compliance Officer y Director de Regulación, Banco Popular*

***COORDINADORES***

**Sara Gutiérrez Campiña**  
*Abogada finReg360*

**Gloria Hernández Aler**  
*Abogada finReg 360*

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

***COLABORADORES***

**Julio Alcántara Lera**  
*Director General. BME Renta Fija*

**Beatriz Alejandro Balet**  
*Directora General del Instituto BME*

**Javier Aparicio Salom**  
*Of Counsel finReg*

**Gregorio Arranz Pumar**  
*Consultor*

**Ramón Blanco Duelo**  
*INDEXA*

**Lourdes Centeno Huerta**  
*Socia de Derecho Mercantil, Gobierno Corporativo y Mercados de Capital de EY*

**Mario Delgado Alfaro**  
*Socio EY*

**Rubén Frieiro Barros**  
*Risk Advisory IT, DELOITTE*

**Ana García Rodríguez**  
*Socia Local del Departamento Bancario y Financiero, BAKER & MCKENZIE*

**Gonzalo Gómez Retuerto**  
*Subdirector General. BME Renta Fija*

**Clotilde Salmerón Berdejo**  
*Directora General de MEFF, el mercado de derivados de BME*

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

**Elisa Rincón Holgueras**  
*Directora General de INVERCO*

**Javier Rodríguez Pellitero**  
*Secretario General AEB*



**Francisco Uría Fernández**

*Socio principal de KPMG abogados y socio responsable del sector financiero*

**GRUPO DE CONSULTA**

**Enrique Carretero Gil de Biedma**

*Socio Internacional BAKER & MCKENZIE*

**Emilio Díaz Ruiz**

*Socio, URÍA MENÉNDEZ*

**Domingo García Coto**

*BME*

**Gloria Hervás Ortega**

*Public Policy Senior Manager, BANCO SANTANDER*

**Ofelia Marín-Lozano Montón**

*Consejera Delegada, 1962 CAPITAL SICAV S.A.*

**Manuel Martín Martín**

*Instituto Español de Analistas Financieros*

**Antonio Mas Sirvent**

*Director Departamento Relaciones Internacionales CNMV*

**Javier Méndez Llera**

*Secretario General Adjunto/ Director General Adjunto, IEAF-FEF*

**Alberto Placencia Porrero**

*Socio Director Servicios Financieros, EY*

**Jorge Yzaguirre Scharfhausen**

*Presidente, IEAF-FEF*



## PRESENTACIÓN

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

En esta ocasión, tanto la economía española como la de la UE presentan mejores datos que en la edición anterior y el tono pesimista respecto al proceso de integración está ahora mucho más matizado. Y esto ha sucedido, no porque se haya avanzado en el proceso de integración en términos reales, como se puede comprobar en esta obra, sino porque los líderes europeos que han accedido a la presidencia de algunos países tras las elecciones de este año se han mostrado firmemente partidarios de la integración, no solo financiera y económica sino que apuestan también por una mayor unión fiscal y política.

En esta edición –la décima– en el Observatorio se ha incluido trece trabajos que podrían ser agrupados en cinco bloques, en atención a las materias que abordan:

- En un primer bloque se agrupan colaboraciones relativas a la regulación del sector bancario: retos y perspectivas de la regulación y últimos avances en la resolución bancaria.
  - Un segundo grupo de artículos sobre varios aspectos relativos a la protección del inversor. Entre ellos, (i) el estado de la regulación sobre protección del inversor en la adquisición de productos y servicios de inversión con referencias a la normativa MiFID II, MiFIR, IDD y PRIIPS, (ii) el Aseoramiento Independiente bajo MiFID II (iii) la transparencia del Crédito Hipotecario, y (iv) la resolución alternativa de litigios en materia de consumo, con especial referencia al ámbito financiero.
  - Tres colaboraciones relativas al impacto de las nuevas tecnologías y el mundo digital sobre los mercados financieros: desarrollo de empresas Fintech, Big Data y ciberseguridad.
  - En cuarto lugar, se incluyen dos artículos referentes al impacto de la normativa MiFID sobre los mercados españoles de renta fija y de opciones y futuros.
  - Finalmente, encontramos un artículo sobre el Reglamento europeo de Fondos del Mercado Monetario, y otro sobre convergencia supervisora.
- Adicionalmente, el estudio contiene un capítulo inicial de Informe y Conclusiones que resume las posiciones sostenidas por los colaboradores de esta edición y se analizan otras iniciativas normativas en curso o tendencias del mercado, con la finalidad de ofrecer una visión completa del estado actual de la agenda regulatoria europea y de los mercados europeos. Asimismo, se hace una valoración sobre el grado de integra-



ción del mercado europeo, razón de ser de este Observatorio. Además, se expresan algunas conclusiones sobre los análisis realizados y se hacen diversas valoraciones sobre la oportunidad, conveniencia e impacto de las diversas propuestas normativas.

Pretendemos que esta obra de carácter periódico sirva para los agentes y usuarios de los mercados financieros de orientación y crítica constructiva a esta compleja reforma que alcanza ya una dimensión extraordinaria. Y lo hacemos convencidos de que una regulación clara, ponderada y ajustada a los objetivos juega un papel relevante para restablecer la confianza y culminar la construcción de un mercado financiero único.

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

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

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

Jorge Yzaguirre  
*Presidente de la Fundación de Estudios Financieros*





# INFORME Y CONCLUSIONES DEL OBSERVATORIO

**Ramiro Martínez-Pardo del Valle.**

*Presidente de Solventis SGIIC, Vicepresidente del IEAF*

**Francisco Javier Zapata Cirugeda.**

*Compliance Officer y Director de Regulación, Banco Popular*

**Gloria Hernández Aler.**

*Abogada finReg360*

**Sara Gutiérrez Campiña.**

*Abogada finReg360*

**Alfredo Jiménez Fernández.**

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

## 1. EL OBSERVATORIO

El Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos («el Observatorio») nació en 2006, por iniciativa de la Fundación de Estudios Financieros («FEF») para seguir la evolución de las reformas normativas en la Unión Europea («UE») y su impacto sobre la construcción del mercado financiero único. Esta es, por tanto, la décima edición consecutiva de este Informe.

La edición previa, correspondiente a 2016, cubría no sólo los nuevos hitos en la reforma del sector financiero europeo, que continúa su paso, sino también ciertos sucesos extraordinarios que, aunque trascendían a los mercados financieros, apuntábamos que tendrían importantes efectos sobre ellos.

Nos referíamos, entre otros asuntos, a dos grandes grupos de riesgos para la UE. De una parte, a las resistencias al proyecto europeo mediante (i) iniciativas separatistas (el referéndum por el que el Reino Unido votó a favor de su salida de la UE, el «Brexit»); (ii) el incremento del sentimiento proteccionista tanto intra Unión como hacia terceros países; (iii) la acentuación de

los procesos migratorios hacia Europa (que ha hecho renacer, con virulencia, movimientos populistas contrarios a los principios del proyecto europeo) y en segundo término, a la amenaza a la seguridad europea con graves sucesos acaecidos en el año 2016.

Todas estas situaciones han venido, desafortunadamente, repitiéndose e incluso intensificándose a lo largo del año 2017. El Brexit avanza. La situación creada en el Reino Unido hace además pensar en la posibilidad de que esta primera salida no sea la última a causa del aumento del euroescepticismo en países tan relevantes como Italia –donde se celebrarán próximamente elecciones a las que concurren varios partidos con programas contrarios al euro-, Holanda o Austria. A ello hay que añadir otras iniciativas separatistas como la vivida en España en los últimos meses.

Además, se han producido nuevos atentados terroristas en el territorio de la Unión, a los que ha de añadirse una mayor incertidumbre geopolítica –entre otras razones como consecuencia de la amenaza nuclear en algunas zonas geográficas–, que aunque no haya sido provocada por países europeos, les afecta al igual que al resto de países del planeta. El entorno no es, desde luego,



el óptimo para augurar tranquilidad en los mercados.

A estas consideraciones de carácter social y político, hay que agregar incertidumbres económicas globales tales como las consecuencias sobre los mercados de la retirada de estímulos por la Reserva Federal y por el Banco Central Europeo («BCE»), de la ralentización de la economía china, de las anunciadas políticas de estímulo fiscal del presidente de los Estados Unidos o la revisión de los acuerdos NAFTA. Además, el previsible aumento de tipos de interés tendrá un impacto relevante sobre los balances de las entidades y de los Estados, habida cuenta de la inmensa deuda global acumulada, aún no reducida.

En el entorno local y en lo que respecta a los bancos, éstos siguen en cotas de confianza muy bajas y las acciones colectivas iniciadas hace algunos años se han consolidado y se han visto propulsadas por sentencias del Tribunal Supremo que auguran que este mecanismo de reclamación se instale durante los años venideros en nuestro país. Sus últimas manifestaciones en este año han sido las relativas a las cláusulas suelo o los gastos de formalización de préstamos por citar dos de las más relevantes.

Pese a ello, tanto la economía española como la de la UE presentan mejores números que en la edición anterior y el tono pesimista respecto al proceso de integración es ahora mucho más matizado. Además, los líderes europeos que han accedido a la presidencia de algunos países europeos tras las elecciones de este año se han mostrado firmemente partidarios de la integración, no solo financiera y económica sino que apuestan también por una mayor unión fiscal y política.

Los datos de la economía española muestran una persistente creación de empleo, estabilidad de precios, superávit exterior y una mayor productividad de nuestras empresas. Hay sin embargo algunos factores negativos –como la dependencia de nuestra balanza energética de los precios del petróleo, los altos ratios de deuda sobre el PIB o la crisis catalana, entre otras cuestiones– que pueden amenazar el crecimiento.

Y los datos de la economía global son asimismo positivos. Asistimos a un periodo de recuperación general de las economías de nuestro entorno –y también de las emergentes– con un crecimiento sostenido y sin inflación, al que no obstante podrían afectar igualmente las incertidumbres mencionadas anteriormente.

Ante este panorama de luces económicas y algunas sombras políticas y sociales, la regulación ha de jugar un papel relevante. La excesiva reacción regulatoria a los fallos que se detectaron durante la crisis ha ocasionado una notable carga para las entidades que ha endurecido las condiciones en las que desarrollan su actividad. Y además, es un proceso regulatorio que no termina y sumerge al mercado en una incertidumbre sobre hasta dónde llegará el proceso que obstaculiza la toma de decisiones.

Es, por tanto, necesario estabilizar la regulación financiera y alcanzar certidumbre sobre las reglas de juego en la actividad financiera. Y para ello, tal y como apuntábamos en la edición del Observatorio de 2016, resultaría conveniente que los reguladores otorgasen seguridad al entorno, concediendo una pausa en el proceso de creación y modificación de normas que permita la completa adaptación de las entidades al medio y la definición de su estrategia de negocio para competir en ese entorno. Una mora que sirva para reflexionar sobre las necesidades del sector financiero a largo plazo y adoptar decisiones sobre las normas que deben ser implantadas sobre la base de un análisis previo y real del coste que cada nueva norma conlleva frente a los beneficios que proporciona.

Esta es la coyuntura en la que se presenta esta nueva edición del Observatorio, atento a la evolución de los mercados y a las reformas regulatorias que los afectan, con la vista puesta en el objetivo de completar la construcción europea y la consecución de un auténtico mercado interior. Sin embargo, este objetivo no será alcanzable si no se complementa con medidas que sirvan para mejorar la eficiencia de nuestros mercados. La eliminación de trabas administrativas, la flexibilidad en la interpretación de las normas en favor



del mercado, la innovación, el fomento de la inversión, la promoción de nuevas vías de financiación a largo plazo, la atracción de emisores a nuestros mercados o el incremento de la seguridad de las transacciones, son algunos ejemplos de los factores que pueden contribuir a ello.

Teniendo en consideración todas estas circunstancias, el Observatorio presenta, una vez más, esta décima edición con el convencimiento de que las normas y reglas que rigen los mercados son el elemento esencial para su funcionamiento ordenado y para hacer del territorio europeo un espacio común de convivencia, competitivo, próspero e integrado.

## 2. CONTENIDO DE LA PRESENTE EDICIÓN

Como en anteriores ediciones, el informe del Observatorio está compuesto por los trabajos realizados por diversos colaboradores –expertos en materias relacionadas con los mercados financieros– sobre diversas materias y cuestiones que por una razón u otra han estado a lo largo del último año en la agenda regulatoria europea.

Adicionalmente, en este capítulo inicial de Informe y Conclusiones se resumen las posiciones sostenidas por los colaboradores de esta edición y se analizan otras iniciativas normativas en curso o tendencias del mercado –y de los agentes que intervienen en él–, con la finalidad de ofrecer una visión completa del estado actual de la agenda regulatoria europea y de los mercados europeos. Asimismo, se hace una valoración sobre el grado de integración del mercado europeo, razón de ser de este Observatorio. Además, se expresan algunas conclusiones sobre los análisis realizados y se hacen diversas valoraciones sobre la oportunidad, conveniencia e impacto de las diversas propuestas normativas.

De cualquier forma, el objetivo es ofrecer una revisión del estado actual de las reformas que los mercados europeos están acometiendo y actualizar su estado de tramitación. Se trata, en todo caso, de un resumen limitado de los trabajos incluidos en el Informe, por lo que se recomien-

da la lectura completa de todos ellos para alcanzar una mejor comprensión de sus conclusiones.

## COLABORACIONES

Algunas de las materias que se han tratado en esta edición ya han formado parte del índice de este Observatorio durante años, habida cuenta de la lentitud de su tramitación y la complejidad de las discusiones para su aprobación. Otras aparecen por primera vez como consecuencia de su irrupción en la agenda normativa o en la lista de preocupaciones de los agentes financieros y de los supervisores y reguladores.

En el índice de colaboraciones se han incluido trece trabajos que podrían ser agrupados en cinco bloques, en atención a las materias que abordan:

- En un primer bloque se agrupan colaboraciones relativas a la regulación del sector bancario: (i) retos y perspectivas de la regulación y (ii) últimos avances en la resolución bancaria.
- Un segundo grupo de artículos sobre varios aspectos relativos a la protección del inversor. Entre ellos, (i) el estado de la regulación sobre protección del inversor en la adquisición de productos y servicios de inversión con referencias a la normativa MiFID II, MiFIR, IDD y PRIIPS, (ii) el Asesoramiento Independiente bajo MiFID II (iii) la transparencia del Crédito Hipotecario, (iv) la resolución alternativa de litigios en materia de consumo, con especial referencia al ámbito financiero.
- Tres colaboraciones relativas al impacto de las nuevas tecnologías y el mundo digital sobre los mercados financieros: (i) desarrollo de empresas Fintech, (ii) Big Data y (iii) ciberseguridad.
- En cuarto lugar, se incluyen dos artículos referentes al impacto de la normativa MiFID sobre los mercados españoles (i) de renta fija y (ii) de opciones y futuros.



- Finalmente, encontramos un artículo sobre el Reglamento europeo sobre Fondos del Mercado Monetario, y otro sobre la convergencia supervisora.

Los trabajos se han elegido en atención a su impacto sobre los mercados y sobre la base de que la regulación es un elemento esencial para la consecución del objetivo de un mercado único europeo.

Y precisamente por este papel de ordenación del mercado e impulsor de su integración que desde el Observatorio reconocemos a la regulación creemos en la importancia de realizar una cuidada valoración de sus efectos e impacto antes de su aprobación, analizando su contribución a la mejora del entorno frente a los costes que acarrea.

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

Este Observatorio nació con el objetivo de hacer un seguimiento del grado de integración de los mercados financieros en la UE y valorar sus efectos sobre el crecimiento y desarrollo de la economía europea. De acuerdo con este fin, en todas las ediciones anteriores se ha ofrecido una valoración –basada en un amplio número de indicadores de integración referidos a precios y volúmenes– de la evolución de la fragmentación de nuestros mercados y de los avances observados en la construcción de un mercado más integrado.

Una integración financiera completa es deseable en sí misma, y los progresos hacia su consecución han sido objeto de seguimiento por el BCE desde que en septiembre 2005 iniciara la publicación anual de informes sobre la integración financiera de la zona euro.

La integración es un objetivo básico de la construcción europea por cuanto contribuye a (i) aumentar el desarrollo del mercado financiero al ampliar las posibilidades de diversificación de las carteras y de las fuentes de financiación de las empresas, a (ii) impulsar la convergencia entre

las economías nacionales mejorando así la eficiencia del sistema económico y a (iii) facilitar el proceso de transmisión de la política monetaria. Por contra, introduce una mayor complejidad en las relaciones financieras e incrementa el contagio transfronterizo.

Tal como hemos puesto de manifiesto en ediciones anteriores de este Observatorio, durante la primera década de este siglo, hasta 2007, se produjeron avances notables en la integración de los mercados financieros, principalmente en los de acciones y bonos, en el interbancario y en los de financiación mayorista. La integración fue menor en el ámbito de la banca minorista.

Durante los años de la crisis financiera iniciada en 2008, se revertió la situación, produciendo un incremento importante de la fragmentación que produjo un impacto desigual de la crisis entre los Estados miembros.

En los últimos años, tras los primeros pasos en el proceso de Unión Bancaria y los programas de compras de deuda soberana y de apoyo a la liquidez del BCE, se recuperó una parte del terreno perdido pero Europa, aún en el año 2016, seguía contando con unos mercados financieros relativamente fragmentados.

En su informe de mayo de 2017<sup>1</sup>, el BCE así lo señala al titular la nota de prensa difundida en la presentación de su Informe de integración que «la integración financiera en la zona del euro se paraliza durante 2016».

Tras algunos años de avances, en 2016 el indicador agregado de integración basado en precios fue volátil y un indicador agregado basado en cantidades se estancó, señala el BCE en la nota de prensa. Y añade que estos comportamientos se vieron influidos por las diferentes perspectivas económicas de los países, por las fluctuaciones en la aversión al riesgo a escala global y por la incertidumbre política.

<sup>1</sup> European Central Bank. «Financial integration in Europe». Mayo de 2017.  
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.financialintegrationineurope201705.en.pdf>



Por otra parte, según el Informe citado, la política monetaria del BCE siguió favoreciendo la integración financiera. De ello, cabría deducir que la ya anunciada reducción de los estímulos en 2018 producirá efectos negativos sobre la integración, que deberán ser compensados por otros elementos. Entre estos, (i) la culminación de la Unión Bancaria –propone el Informe considerar la zona del euro como una jurisdicción única para el cálculo de los requerimientos de capital adicionales que establece el Comité de Basilea para las entidades bancarias de importancia sistémica– y (ii) una Unión de Mercados de Capitales más ambiciosa son algunos de los elementos clave para no retroceder en la integración del mercado financiero. Asimismo, una mayor armonización de (i) las opciones y facultades nacionales y (ii) de la normativa en materia de insolvencias y de protección del consumidor podría favorecer la integración y el desarrollo de los mercados.

Por último, el Informe de Integración financiera señala que el desarrollo de bancos paneuropeos sigue siendo bastante limitado a pesar de los significativos avances alcanzados respecto a Unión Bancaria y apuesta por las fusiones y adquisiciones transfronterizas como forma de contribuir a la concentración bancaria sin crear problemas de competencia local. Además, estas operaciones podrían potenciar la distribución de riesgos a través de los mercados de crédito minorista y contribuir a la reducción de los préstamos dudosos.

En conclusión, persisten en la UE altos niveles de fragmentación y aún queda mucho camino por recorrer para mejorar la integración de los mercados financieros europeos. La completa implantación de los tres pilares de la Unión Bancaria y el plan de la Comisión para la potenciación del mercado europeo de capitales puede contribuir a incrementar el grado de integración de nuestros mercados y a mejorar la calidad de los intercambios entre países miembros con (i) flujos de capital e inversión directa mejor que indirecta, (ii) saldos transfronterizos de deuda a largo plazo mejor que a corto plazo y (iii) préstamos bancarios minoristas mejor que flujos interbancarios.

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

Tal como se apuntaba en el Observatorio del pasado año, el Reino Unido es el primer estado en 60 años –desde el Tratado de Roma– que ha decidido abandonar la UE, organización que ha permitido la creación de un mercado único, un espacio sin fronteras para mercancías, personas, servicios y capitales y una moneda única –aunque ésta no haya sido la opción del Reino Unido–.

En la edición anterior del Observatorio, señalábamos que los efectos del Brexit, seguramente negativos, eran todavía difíciles de evaluar al encontrarse aún en una fase temprana. Ahora se ha convertido en una realidad tangible desde que el 29 de marzo de 2017, la primera ministra británica activara el mecanismo del artículo 50 del Tratado y marcara el inicio de un periodo histórico.

Y tras la activación, las negociaciones se han iniciado. Las primeras conversaciones entre los representantes de los 27 miembros de la UE restantes y el Reino Unido se centran en concretar qué tipo de acuerdo se formalizará entre ambas partes tras su salida y sobre todo cual será el coste de ésta para el Reino Unido.

Uno de los aspectos que más interés ha despertado en esta fase de la negociación se refiere a las condiciones de residencia y trabajo de los ciudadanos europeos que residen en el Reino Unido y de los ciudadanos británicos residentes en la UE; el objetivo es mantener, en la medida de lo posible, las condiciones actuales de ambos colectivos.

Y respecto a cómo articular la relación comercial posterior, la referencia pretendida por el Reino Unido es la de los tres países europeos no miembros de la UE que mantienen vínculos estrechos con ella y acceden al mercado integrado –Islandia, Liechtenstein y Noruega (que son miembros de la Asociación Europea de Libre Comercio, AELC)– por una parte, y de Suiza, por otra, país que aun siendo miembro de la AELC no se adhirió al acuerdo de creación Espacio Económico Europeo y negocia acuerdos bilaterales con la UE para acceder al mercado interior. Otra





alternativa sería que el Reino Unido quedara, sin más, bajo el marco de la Organización Mundial de Comercio («OMC») en sus futuras relaciones comerciales con la UE.

El Informe de Política Económica *The Economic Consequences of Brexit: A Taxing Decision*, publicado por la OCDE<sup>2</sup> señala que la salida del Reino Unido de la UE tendrá un elevado impacto sobre el país y sobre su actividad económica, con consecuencias también para el resto de la Unión y países terceros. El Informe augura que Reino Unido pasaría a ser un miembro de la OMC sometido a sus reglas, lo que le implicaría el pago de aranceles elevados y la presencia de nuevas barreras para poder acceder al mercado único, especialmente en los servicios financieros.

Según el Informe citado, el Brexit: (i) tendrá un notable impacto financiero sobre la economía del Reino Unido con una fuerte depreciación de la libra frente a las principales monedas, (ii) en 3 años estos efectos reducirían su PIB en tres puntos porcentuales y el de la Unión en un punto porcentual, y (iii) en 13 años, el PIB británico sería un 5% menor y su riqueza neta un 4% menor a la que hubiera alcanzado permaneciendo en la UE.

Pero no son solo impactos futuros. Las consecuencias del Brexit, aunque no se culminará hasta pasados varios años, ya se están percibiendo. En el plano económico, la libra sufre una de sus mayores caídas de los últimos años, los mercados bursátiles se están resintiendo y el Banco de Inglaterra ya ha iniciado la elevación de los tipos de interés.

En lo que respecta a la actividad financiera, numerosos bancos y gestores de activos ya han anunciado su traslado desde el Reino Unido a otras jurisdicciones para continuar beneficiándose del régimen de reconocimiento mutuo y libertad de establecimiento que el «pasaporte europeo» otorga a la prestación de servicios financieros y bancarios. También se ha frenado drásticamente el lanzamiento de empresas Fintech en el

Reino Unido, que están decidiendo establecerse en otros países de la Unión.

Por último, es relevante mencionar que el Brexit también amenaza con descomponer las relaciones internas en el propio Reino Unido. Escocia ha solicitado la celebración de un referéndum sobre su independencia con la intención de permanecer en la UE e Irlanda del Norte exige un acuerdo que garantice su convivencia con Irlanda –país miembro de la UE y de la zona euro–.

En conclusión, la situación descrita tendrá no solo impacto negativo sobre el Reino Unido, sino que afectará también a la fortaleza de la integración europea. Para paliar los posibles efectos negativos del Brexit, es preciso dar una respuesta de unidad desde la UE y ofrecer un programa atractivo que evite el efecto contagio y nuevas veleidades sobre futuras fugas en el resto de países que la conforman.

Gestionado adecuadamente, el Brexit puede convertirse en una oportunidad para lograr una UE más integrada y, al mismo tiempo, en una fuente de negocio para aquellas jurisdicciones que sean capaces de atraer a las empresas que abandonen el Reino Unido.

### 3.2. *EL ESCENARIO DE INCERTIDUMBRE EN LA UE*

A pesar de que los fundamentos económicos de la UE se están mostrando sólidos en los últimos trimestres, aún persisten amenazas que generan incertidumbres y pueden afectar al crecimiento.

En particular, los graves atentados acaecidos durante el año 2016 y el 2017 en diversos países de la UE, y en concreto en las principales capitales europeas o ciudades representativas de la UE, han producido un sentimiento generalizado de amenaza a la seguridad de los ciudadanos, y acentuado la incertidumbre en la UE. Esta situación se ha visto agravada por la crisis geopolítica y la amenaza nuclear que, aunque no generada ni causada en la UE, le afecta como al resto del mundo.

Son sucesos que inciden no sólo sobre el bienestar de la población y sobre la convivencia, sino

<sup>2</sup> Trabajo publicado el 27 de abril de 2016 y disponible en: <http://www.oecd.org/economy/the-economic-consequences-of-brexit-a-taxing-decision.htm>



también en los mercados y a sus agentes financieros, en la medida en que han incrementado la incertidumbre.

Desde una perspectiva de regulación financiera para combatir estas situaciones el foco está puesto (i) en el bloqueo económico de la actividad de los grupos terroristas o de los países que los subvencionan, (ii) en cómo mejorar los servicios de «inteligencia» para prevenir nuevas amenazas mediante el tratamiento de los datos y (iii) en evitar que los actos terroristas se extiendan al ámbito del Ciberespacio.

Desde las instituciones europeas se está trabajando en estos tres ámbitos con intensidad. Por un lado, fortaleciendo el régimen de prevención de blanqueo de capitales mediante la Cuarta Directiva de Prevención de Blanqueo de Capitales y Financiación del Terrorismo publicada en mayo de 2015 («Cuarta Directiva»).

Asimismo, en diciembre de 2015, la Comisión Europea («CE») ha propuesto una nueva Directiva sobre la lucha contra el terrorismo que tipifica como delito no solo su financiación sino también la contratación, la formación y los viajes con fines de terrorismo. La Comisión plantea nuevas vías de abordar el abuso del sistema financiero como vía para la financiación del terrorismo y ha instado a los Estados miembros a comprometerse con un plan de acción que suponga una mejora de la Cuarta Directiva.

Por otra parte, el 8 de junio de 2017, el Consejo Europeo ha adoptado su posición respecto de la propuesta de Directiva sobre la lucha contra el blanqueo de capitales mediante el Derecho penal. El objetivo de la propuesta de Directiva es: (i) establecer normas mínimas relativas a la definición de los delitos penales y las sanciones relativas al blanqueo de capitales; (ii) eliminar los obstáculos a la cooperación judicial y policial transfronteriza mediante el establecimiento de disposiciones comunes para mejorar la investigación de delitos relacionados con el blanqueo de capitales; y (iii) adaptar las normas de la UE a las obligaciones internacionales, en particular a las derivadas del Convenio del Consejo de Europa relativo al blanqueo, seguimiento, embargo y

decomiso de los productos del delito y a la financiación del terrorismo (Convenio de Varsovia) y de las recomendaciones pertinentes del Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI).

Y a estas normas que inciden en la prevención del blanqueo de capitales y financiación del terrorismo se suma una sensación generalizada de alerta frente a los ataques cibernéticos que según los expertos serán la vía por la que se producirán los atentados del futuro. Este ámbito de la ciberseguridad se analiza con detalle en el apartado sexto de este Informe de conclusiones, relativo a la digitalización y sus riesgos.

Finalmente en materia de tratamiento de los datos, el nuevo Reglamento Europeo, que será exigible a partir de mayo de 2018, si bien es protectorista con los usuarios de servicios y supone una importante carga para las empresas financieras, al exigirles extremar los cuidados en la gestión de los datos de sus clientes (aspecto que se aborda en el apartado sexto de este Informe en el punto relativo al reto del Big Data), deja el margen de actuación preciso para que las autoridades y supervisores puedan tratar los datos y prevenir atentados.

## 4. EL SECTOR BANCARIO

### 4.1. LA CONSOLIDACIÓN DE LA UNIÓN BANCARIA

Los acuerdos políticos del año 2012 sobre la creación de la Unión Bancaria<sup>3</sup>, cuyos pilares básicos eran la creación del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), del Mecanismo Único de Resolución (MUR) y de un Fondo de Garantía de Depósitos Único europeo, no han podido aún ser implementados en su totalidad.

El MUS, que se inició en noviembre de 2014, está cumpliendo sus funciones con un balance netamente positivo. La supervisión directa de los principales grupos bancarios de la eurozona (que acumulan unas 1.200 entidades) es realizada desde 2014 por una única institución (el Banco Central

<sup>3</sup> Consejo Europeo celebrado el 29 de junio de 2012.



Europeo –BCE–) y el resto de las entidades de la Eurozona, unas 3.500, consideradas menos significativas, han quedado bajo su supervisión indirecta, manteniendo la supervisión directa las Autoridades Nacionales Competentes («ANC»). Y ello, bajo el principio de independencia entre las funciones de política monetaria y supervisión bancaria del BCE.

El MUS, frente a aspectos habituales de acción supervisora, como el cumplimiento de los requerimientos de solvencia y liquidez, ha ampliado su actuación hacia ámbitos de carácter más cualitativo como el gobierno corporativo, la gestión del riesgo y la revisión del modelo de negocio y la rentabilidad de las entidades, lo que requiere múltiples contactos y reuniones con las entidades. De esta forma se ha configurado un modelo que desde este Observatorio hemos calificado en otras ediciones como intrusivo y ha supuesto que numerosas entidades hayan optado por organizar unidades especializadas, para coordinar su relación con el nuevo supervisor.

Al mismo tiempo, la tarea supervisora del MUS incluye un relevante trabajo de coordinación y estandarización de los procedimientos y prácticas supervisoras de las diferentes Autoridades Nacionales Competentes que colaboran con él en los trabajos de supervisión bancaria.

Entre las iniciativas impulsadas por el BCE en este sentido destaca el mecanismo de evaluación continua (*performance feedback*) para los equipos conjuntos de supervisión formados por el BCE y las ANC, que se inició en fase de prueba a finales de 2015. La función de este mecanismo consiste en la evaluación continuada de los distintos equipos de supervisión respecto al cumplimiento de las tareas y objetivos iniciales fijados por el coordinador designado por el BCE. En este año, el BCE ha decidido ampliar por un año más el periodo de prueba del mecanismo de evaluación continua al objeto de seguir afinándolo y, en su caso, establecerlo de forma permanente a lo largo de 2018.

Podemos decir, que el primer pilar de la Unión Bancaria se ha consolidado y funciona satisfactoriamente, con altos estándares regulatorios y ajustado a las mejores prácticas internacionales.

El segundo pilar, el MUR, inició su andadura el 1 de enero de 2016, con la asunción por la Junta

Única de Resolución («JUR») de sus competencias como autoridad de resolución para las entidades más importantes de la Eurozona. Ello implica su plena involucración en los procesos de elaboración y aprobación de los planes de recuperación y resolución así como la detección y remoción de los obstáculos a la resolubilidad de las entidades. Asimismo, extiende sus competencias a la resolución ejecutiva, en los casos en que sea necesario.

A lo largo del año 2017 la JUR ha tomado sus primeras decisiones –no exentas de polémica– en materia de resolución bancaria y se han generado algunas dudas sobre su funcionamiento. En el próximo epígrafe se analizan estos primeros pasos.

Por último, respecto a la creación de un Fondo de Garantía de Depósitos Único europeo las noticias no son tan halagüeñas. Ante la falta de consenso sobre los criterios de solidaridad que deben regir su constitución, la CE ha emitido, en octubre 2017, una nueva propuesta que incluye la creación de un sistema de garantía de depósitos para toda la zona euro compuesto por los sistemas nacionales y por un fondo europeo de garantía. El sistema, según la propuesta, se constituiría gradualmente durante un periodo de ocho años y llegaría a ser plenamente operativo de aquí a 2024.

Una vez más desde este Observatorio repetimos que es relevante avanzar hacia la culminación de la Unión Bancaria para conseguir una completa integración del mercado europeo. Y ello no se conseguirá hasta que no estén completamente instaurados los tres pilares sobre los que se basa, dando cumplimiento a los acuerdos del Consejo Europeo de 2012.

#### 4.2. APLICACIÓN DE LOS PLANES DE RESOLUCIÓN BANCARIA

El año 2017 parecía ser, a priori, un año tranquilo en términos de resolución bancaria<sup>4</sup>, en el que básicamente tendrían continuidad los trabajos ya

---

<sup>4</sup> Ver contribución al Observatorio de Francisco Uría, socio principal de KPMG responsable del sector financiero, «Últimos avances (y retrocesos) en la resolución bancaria».





iniciados en el año anterior. Con la regulación ya aprobada y los distintos procesos de implementación ya en marcha (aprobación de los planes de resolución, determinación del requerimiento individual de MREL –*Minimum Required Eligible Liabilities* o Mínimo Requerido de Pasivos Elegibles- de las entidades y normalización del proceso de aportaciones al Fondo Único de Resolución de los Fondos Nacionales de Resolución), todo parecía encauzado.

Sin embargo, la presentación de propuestas de reforma legislativa en la materia por parte de la CE a finales de 2016, la decisión de la JUR de aplazar la definición final del requerimiento individual de MREL y, por encima de todo, los acontecimientos vividos en España y en Italia a propósito de las dificultades de algunas entidades de crédito, nos han abocado a un año muy distinto al previsto.

Lo sucedido ha hecho surgir algunas dudas técnicas que pueden influir en el devenir futuro de las normas sobre supervisión y resolución bancaria. Todas ellas tienen que ver, más que con un caso en sí mismo, con la realidad de la aplicación de los procedimientos de resolución tal y como han quedado jurídicamente configurados en la normativa que se ha aprobado en los últimos años en Europa y en España.

La primera duda proviene de la constatación de que, de hecho, existen distintos modos de abordar situaciones de crisis bancarias en Europa. Si ello es efectivamente así, sería bueno reconocerlo expresamente en la normativa y no permitir situaciones «ad hoc» que pueden perjudicar a bancos de los Estados menos inclinados a rescatarlos con recursos públicos en caso de dificultad.

La segunda cuestión tiene que ver con las circunstancias particulares del caso del Banco Popular y, singularmente, con el hecho de que su caída tuviera que ver con la existencia de una grave crisis de liquidez derivada de un proceso acelerado de retirada de depósitos. Lo sucedido ha evidenciado la inexistencia de un auténtico «prestamista de última instancia» que, más allá de la posible adquisición de activos que cumplieran determinados requisitos (que se han demostrado exigen-

tes), pudiera apoyar a una entidad afectada por una grave crisis de liquidez. La duda es si esta función debe o no ser desarrollada por el BCE, por la ANC, por las autoridades de resolución o por los Estados de origen, contando (o no) con autorizaciones de unas u otras autoridades.

En este sentido, una vía de reflexión ya abierta se refiere a la posibilidad de incorporar nuevas herramientas o instrumentos al servicio de la resolución bancaria, alguno de los cuales podría consistir en la posibilidad de aplicar una moratoria de determinados pagos durante un cierto período de tiempo, como ha sido planteado por la Presidenta de la JUR con ocasión de una reciente comparecencia parlamentaria. En esa misma comparecencia, también se aludió a la necesidad de mejorar la información disponible respecto de los pasivos de las entidades y la forma de prestarles apoyo en materia de liquidez, cuando ello fuera necesario.

La tercera duda se refiere al papel que pueden desempeñar los instrumentos llamados a hacer efectiva la resolución bancaria (los futuros TLAC –*total loss-absorbing capacity*– y MREL) en entidades aparentemente solventes. Si, por las razones que sean, los inversores que han adquirido esos instrumentos llegan a la conclusión de que existe una posibilidad (por remota que sea) de que la entidad emisora llegue a afrontar un proceso de resolución, su reacción lógica será vender esos activos a cualquier precio. Ello conducirá, como ya hemos visto en algún caso, a un descenso vertiginoso del precio de sus activos que se contagiará rápidamente a todos los instrumentos emitidos por la entidad y, entre ellos, al valor de sus acciones.

Y aquí es donde surge la diferencia entre un banco y una empresa de cualquier otro tipo. El banco se sustenta sobre una base muy frágil: la confianza de los inversores y sus clientes (depositantes). Quebrada la confianza de los primeros es muy difícil que la situación no llegue a afectar a los segundos y que la entidad, como sucedió en el caso del Banco Popular, termine sufriendo un rápido proceso de retirada de depósitos (facilitado por los canales no presenciales para la reali-



zación de transacciones bancarias) que acabe provocando una crisis de liquidez.

Por todo ello, se podría concluir que el marco normativo de la resolución bancaria no está tan consolidado como se pensaba en un principio y que todavía pueden plantearse muchas novedades, tanto en cuanto a los instrumentos con los que hacer frente a crisis puntuales de entidades bancarias (liquidez) como a la propia existencia de procedimientos especiales de tratamiento de esas situaciones, tan alejados de los instrumentos de resolución como de los procesos concursales.

Cabe también que, de la mano de los pronunciamientos judiciales que inevitablemente habrán de seguir al ejercicio de todo tipo de acciones frente a las decisiones adoptadas por las autoridades de resolución (especialmente ante el Tribunal de Justicia de la UE con relación al caso del Banco Popular), puedan producirse decisiones o consideraciones respecto del desarrollo de los procesos de resolución que puedan provocar nuevos cambios en la regulación vigente o el modo en que se ha interpretado hasta este momento.

En definitiva, el año 2017 ha terminado siendo un año ciertamente relevante desde el punto de vista de la resolución bancaria y ha planteado cuestiones de especial trascendencia sobre el mecanismo de resolución que habrá que abordar en el próximo año.

### 4.3. TENDENCIAS DE LA REGULACIÓN DEL SECTOR BANCARIO

En 2017 se cumple el décimo aniversario del estallido de la crisis financiera global que marcó el inicio de una serie de medidas extraordinarias de política económica junto con una profunda revisión de la regulación financiera. En el ámbito bancario la reforma abarcó prácticamente todas las dimensiones del sector (solventia, liquidez, gobierno corporativo, conducta y resolución) así como al ámbito institucional<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Ver la colaboración de Mario Delgado, Socio Regulación Financiera, EY «Retos y tendencias regulatorias en el sector bancario».

Esta intensa actividad regulatoria no ha acabado. Todavía quedan desarrollos pendientes que tendrán igualmente un alto impacto sobre el sector. Sin ánimo de exhaustividad, pueden agruparse en varios bloques:

1. Revisión del marco institucional. La culminación de la Unión Bancaria a la que hacíamos referencia en los dos apartados previos y que como hemos señalado ha avanzado notablemente, está sin embargo aún pendiente de la creación de un Fondo de Garantía de Depósitos Único como también mencionábamos. Ante la falta de progresos, la CE ha lanzado en octubre 2017 una nueva propuesta de avance gradual. Asimismo, ha propuesto el refuerzo de las Agencias Europeas de Supervisión (EBA, ESMA y EIOPA) para intensificar la armonización y convergencia supervisora.
2. Marco de solventia y liquidez. El marco de Basilea III dejó varios elementos pendientes de desarrollo –conocidos informalmente como «Basilea IV» si bien técnicamente son la conclusión del marco Basilea III–. En materia de solventia en general su objetivo es lograr una mayor sensibilidad al riesgo, sencillez y comparabilidad. La revisión es muy ambiciosa, por cuanto abarca varias áreas:
  - ✓ Revisión de la medición de riesgos: riesgo de crédito, riesgo de mercado, riesgo operacional y riesgo de tipo de interés.
  - ✓ En otras áreas de solventia: introducción de un ratio de apalancamiento, revisión de los requerimientos de pasivos para una eventual resolución (MREL y TLAC) y revisión del régimen de supervisión de grandes riesgos.
  - ✓ En liquidez, el ratio de Financiación Neta Estable («NSFR»).
  - ✓ Parte de esas medidas están ya en fase de legislación en la UE, junto con otras específicamente europeas como el requerimiento a las entidades extranjeras para que operen en la UE a través de una sociedad *holding* intermedia.



3. Otras áreas regulatorias incluyen las siguientes materias:
  - ✓ Regulación sobre los nuevos desarrollos tecnológicos (Fintech, ciberseguridad) intentando equilibrar la seguridad del sistema con la promoción de la innovación. Estos aspectos se analizan más adelante en el presente resumen del Observatorio.
  - ✓ En materia de activos improductivos, el Consejo Europeo ha lanzado un plan de acción con iniciativas reguladoras y supervisoras para dar un enfoque europeo a la solución de esta cuestión.
  - ✓ Revisión de los índices de referencia de tipos de interés para que sean más sólidos y representativos, evitando riesgos sistémicos.
4. El Brexit, tal y como ya se ha apuntado anteriormente, plantea varios retos regulatorios para los bancos como la forma en qué se podrán prestar sus servicios desde Reino Unido al resto de la UE, cabiendo varias opciones (mantenimiento del pasaporte, tratamiento de país tercero, régimen de equivalencia). Por otro lado, en EEUU, la Administración americana ha planteado una revisión de la regulación financiera sobre la base de principios de libre mercado y con el objetivo de maximizar el crecimiento de forma consistente con la estabilidad financiera y la protección del contribuyente.

Por lo que respecta a las medidas de reformas estructurales adoptadas en varias jurisdicciones al objeto de separar la actividad de banca de inversión de la banca minorista –en alguna de las propuestas con la prohibición adicional de ejecutar algunas actividades que el regulador considera especialmente arriesgadas–, tras años de negociaciones no se ha alcanzado un acuerdo. La CE recientemente ha anunciado que no proseguirá con esta propuesta señalando que considera que sus objetivos están ya cubiertos por otras regulaciones.

Esta decisión aparta a la UE de la normativa ya implantada en otras jurisdicciones como en el Reino Unido –«reforma Vickers»–, o en EE.UU. –«regla Volcker»– si bien es este caso se ha anunciado su revisión parcial por recomendación del Tesoro americano.

En definitiva, la reforma regulatoria tiene todavía diversas áreas de desarrollo. Cabe esperar, y así lo deseamos desde el Observatorio, que a partir de la culminación de Basilea III, las prioridades regulatorias evolucionen hacia su efectiva aplicación, incidiendo en la convergencia supervisora, el análisis de impactos y la estabilidad del marco regulatorio.

## 5. SERVICIOS FINANCIEROS MINORISTAS

### 5.1. SERVICIOS DE INVERSIÓN:

#### 5.1.1. PROTECCIÓN DEL INVERSOR<sup>6</sup> (MIFID II/MIFIR<sup>7</sup>, IDD<sup>8</sup>, PRIIPS)

La protección del inversor sigue siendo una prioridad en la regulación europea. El sistema de normas y medidas que persiguen esta finalidad –en su faceta de cliente de entidades en proceso de adquirir productos y servicios de inversión– se articula por medio de (i) la identificación de las situaciones o actividades que requieren protección regulatoria, (ii) la fijación de normas de trato a los clientes por parte de las entidades, genéricamente denominadas «normas de conducta» y (iii) la exigencia a las entidades del cumplimiento de determinados requisitos de medios organizativos, orientados a permitir una mayor y mejor protección del inversor que, por tanto, va más allá de los requisitos con finalidad prudencial.

<sup>6</sup> Ver artículo de Ignacio Santillán, Director General del FOGAIN. «Estado de la regulación sobre protección del inversor en la adquisición de productos y servicios de inversión».

<sup>7</sup> DIRECTIVA (UE) N° 65/2014 (MIFID II) – REGLAMENTO (UE) N° 600/2014 (MIFIR).

<sup>8</sup> DIRECTIVA (UE) 2016/97 de 20 de enero de 2016 sobre la distribución de seguros.



## Actividades y servicios regulados

Las principales normas europeas dirigidas a la protección del inversor, que serán exigibles durante los próximos meses son (i) MiFID II / MiFIR en el ámbito de servicios de inversión e instrumentos financieros –con la que las entidades deberán cumplir desde enero de 2018–, (ii) la normativa IDD en el ámbito de seguros –respecto de la que se ha anunciado recientemente un posible prórroga hasta octubre de 2018– y (iii) PRIIPS, norma transversal sobre información normalizada de productos de inversión minorista vinculados y de los basados en seguros –que será exigible a partir de enero de 2018 salvo para los fondos de inversión que disponen hasta enero de 2020 para adaptarse a sus exigencias–.

La nueva regulación persigue, por un lado, extender la protección de los inversores a nuevas actividades y, por otro lado, hacer una aproximación transversal al objetivo, procurando similares niveles de protección a los clientes –inversores– independientemente de que formalmente inviertan en los mercados de valores, en el de seguros o en el bancario.

- Respecto a las nuevas actividades sobre las que se extienden las normas de protección al inversor, destacan el «asesoramiento independiente» en la normativa MiFID II, que, si bien no se trata de un nuevo servicio, se establecen medidas específicas –normas de conducta– cuando se manifieste al cliente que el servicio se presta de forma «independiente».
- Por lo que se refiere a la aproximación transversal a la protección del inversor, aparecen los siguientes elementos en la nueva normativa: (i) la inclusión en MiFID II de los depósitos estructurados, que se someten al cumplimiento de determinadas normas previstas en la Directiva MiFID, si bien no se incluyen en el concepto de «instrumento financiero», (ii) el desarrollo de las normas de conducta y algunas medidas organizativas en el ámbito asegurador, específicamente en lo que se refiere a los contratos de seguros de vida que determi-

nan su rendimiento por referencia a instrumentos financieros y (iii) la regulación del documento de información esencial para los denominados PRIIPS cuando se vayan a dirigir a clientes minoristas. Esta regulación incluye no solo instrumentos financieros empaquetados, sino también los depósitos estructurados y los contratos de seguros cuyo rendimiento se vincula a instrumentos financieros.

## Normas de conducta

Las normas de conducta que recoge la regulación orientadas a la protección del inversor son principalmente: (i) las obligaciones de información al cliente, (ii) las medidas dirigidas a la adaptación del producto o servicio a las necesidades y características del cliente y (iii) la gestión de situaciones de conflictos de interés.

- En relación con las obligaciones de información, se refuerza por la normativa el principio general de proveer al cliente con información adecuada y comprensible tanto en momentos previos a la contratación como posteriormente.

MiFID II es particularmente exigente en materia de información sobre costes, exigiendo que todos los costes, implícitos y explícitos, que no procedan de la evolución de la inversión en sí misma, se informen al cliente, si bien se permite que se haga de forma agregada, sin perjuicio de su desagregación a solicitud del cliente.

Asimismo, se prevé la necesidad de informar al cliente de asesoramiento sobre si se le presta un asesoramiento independiente o no, lo que tiene múltiples implicaciones. Por último, en lo relativo a información sobre el producto, la principal novedad es la entrada en vigor del reglamento PRIIPS en cuanto a la obligación de elaboración por el originador y entrega por el distribuidor al cliente, del KID que se haya elaborado para cada producto.



- En cuanto a las medidas orientadas a la adaptación del producto o servicio a las necesidades y características del cliente, cabe destacar la incorporación en MiFID II de: (i) las nuevas obligaciones de «*product governance*», esto es la necesidad de contar con una política de gobierno de producto, tanto por los originadores como por los distribuidores y la identificación de un mercado objetivo al que se dirige la oferta del producto y (ii) la capacidad de las autoridades de intervenir en el caso en que un producto o servicio se considere que supone una preocupación significativa para la protección del inversor, para la integridad y el funcionamiento ordenado de los mercados, o para la estabilidad financiera.

Asimismo, MiFID II introduce novedades respecto a la categorización de productos, pasando varios de los que hasta ahora se consideraban no complejos a complejos, con el impacto que esto supone en la necesidad de evaluar siempre la conveniencia respecto a éstos.

- En relación con la gestión de conflictos de interés, cabe destacar las nuevas obligaciones sobre incentivos. En este sentido, MiFID II prevé la prohibición de su cobro o pago por parte de terceros distintos de las entidades o los clientes, en la prestación de los servicios de asesoramiento independiente y de gestión discrecional de carteras.

Para poder seguir percibiendo incentivos relacionados con la prestación de otros servicios, MiFID II refuerza la necesidad de justificar que dichos incentivos están diseñados para aumentar la calidad de los servicios. Para ello, en una Directiva Delegada sobre la materia se han recogido varios supuestos donde se entiende que se prestan servicios de valor añadido a los clientes y, por lo tanto están justificados los incentivos (ver punto siguiente sobre asesoramiento independiente). Dado que la lista de supuestos enumerados en la Directiva Delegada no es exhaustiva, uno de los

temas más relevantes a determinar en la implementación en cada Estado miembro, es si se permiten incentivos en supuestos diferentes a los citados en la Directiva Delegada. De ello dependerá la posibilidad real de desarrollar o no, determinados modelos de distribución.

En el ámbito de los Seguros, la IDD no ha llegado a ser tan limitativa en materia de incentivos. Señala que para las entidades que vendan o distribuyan seguros basados en inversiones, se debe garantizar que la percepción de incentivos no perjudica el trato honesto profesional e imparcial el cliente, ni tiene un impacto negativo en el mismo, ni se cobra con incumplimiento de las normas generales de gestión de conflictos de interés. Asimismo, se permite expresamente, que los Estados miembros puedan establecer normas más restrictivas al respecto e incluso prohibir la percepción de incentivos.

### Medidas organizativas

Finalmente, en cuanto al refuerzo de las medidas organizativas y los medios con que cuentan las entidades, se han incluido novedades respecto al refuerzo del gobierno corporativo, exigiendo una función de cumplimiento robusta, el establecimiento de barreras de información, políticas retributivas compatibles con el cumplimiento de las normas de conducta y una adecuada formación de los empleados que den información o asesoren sobre productos y servicios.

En definitiva, nos encontramos ante un ámbito de regulación que requerirá un seguimiento de su implementación y la interrelación entre todas las piezas que lo componen, donde será de especial relevancia la actividad de las autoridades europeas y particularmente de ESMA –pero también de EBA, EIOPA y del *Joint Committee*– para alcanzar elevados niveles de convergencia supervisora. También será necesario evaluar –tras la implantación de toda esta normativa y el modo en que, en la práctica, se aplicará–, como va a





afectar a los modelos de negocio de las entidades financieras.

### 5.1.2. NUEVO PANORAMA EN LA PROVISIÓN DE SERVICIOS DE INVERSIÓN.- EL ASESORAMIENTO INDEPENDIENTE BAJO MIFID II<sup>9</sup>

MiFID II introduce como gran novedad la diferencia dentro del servicio de asesoramiento en materia de inversión entre el «independiente» y el «no independiente». Ello supone que si una entidad decide prestar asesoramiento con carácter independiente, deberá realizar una evaluación de un número suficiente de productos de diferentes proveedores antes de formular una recomendación personalizada. Asimismo, implica la prohibición de aceptar y conservar honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios de terceros, los llamados incentivos.

En relación con el primer requisito, uno de los aspectos más debatidos de MiFID II es el referente a qué debe entenderse por «amplia gama de instrumentos financieros». El Reglamento Delegado 2017/565 de la CE señala que las entidades que presten asesoramiento independiente deberán implementar un proceso de selección que evalúe y compare una suficiente amplia gama de instrumentos financieros disponibles en el mercado. Más en concreto, el proceso de selección deberá incluir los siguientes elementos:

- Una selección de instrumentos financieros diversificados por tipo, emisor o proveedor de producto no limitado a los instrumentos financieros emitidos por la propia entidad o por entidades terceras con las que tenga vínculos estrechos.
- Que el número y variedad de instrumentos financieros considerados sea proporcionado

do al ámbito de los servicios de inversión que ofrece el asesor independiente.

- Que el número y variedad de instrumentos financieros considerados sea representativo de los instrumentos disponibles en el mercado.
- Que la cantidad de instrumentos financieros emitidos por la entidad o por entidades vinculadas sea proporcionada a la cantidad total de instrumentos financieros considerados.
- Los criterios para comparar los diferentes instrumentos financieros deberían incluir todos los aspectos relevantes como riesgos, costes y complejidad, así como las características de los clientes y deben garantizar que la selección de los instrumentos que pueden ser recomendados no esté sesgada.

La normativa contempla la posibilidad de que una misma entidad pueda optar por la prestación a un mismo cliente de ambas formas de asesoramiento, dependiente y no dependiente. Ante este supuesto, la entidad que opte por este modelo mixto deberá explicar el alcance de ambos servicios para permitir a los inversores comprender las diferencias entre ellos y no presentar el conjunto de su actividad como de asesoramiento independiente en materia de inversión sin resaltar indebidamente sus servicios de asesoramiento independiente sobre los no independientes en sus comunicaciones con los clientes.

Asimismo, la entidad establecerá unos requisitos de organización y controles adecuados a fin de garantizar que ambos tipos de servicios de asesoramiento y los asesores estén claramente separados entre sí y que los clientes no puedan confundirse en cuanto al tipo de asesoramiento que reciben y obtengan el tipo de asesoramiento conveniente para ellos; la entidad no permitirá que una misma persona física preste asesoramiento independiente y no independiente.

En relación con la percepción de incentivos en aquellos servicios en los que MiFID II no lo prohíbe expresamente, es necesario destacar que para poder mantener el pago o cobro de los mis-

<sup>9</sup> Ver colaboración, «El nuevo panorama en la comercialización de productos financieros: El Asesoramiento Independiente Bajo MiFID II», de Ana García Rodríguez, de Baker & McKenzie.



mos, las entidades deberán cumplir con las obligaciones de transparencia y, en todo caso, demostrar que los incentivos contribuyen a aumentar la calidad del servicio prestado a los clientes.

En este sentido, la Directiva Delegada 2017/593 de la CE, establece una lista de tres ejemplos acerca de cuándo se considera que un incentivo está justificado al ser diseñado para elevar la calidad del servicio. Es importante señalar que los tres supuestos recogidos en la Directiva Delegada son ejemplos y, por tanto, parece que el propio regulador europeo entiende que caben más situaciones que cumplirían con la exigencia de aumento en la calidad del servicio. Los mencionados tres supuestos son los siguientes:

- Asesoramiento dependiente respecto a una amplia gama de instrumentos financieros adecuados, y el acceso a dichos instrumentos, incluido un número apropiado de instrumentos de proveedores terceros de productos que carezcan de vínculos estrechos con la empresa de inversión;
- Asesoramiento dependiente combinado con (i) una oferta al cliente para evaluar, al menos anualmente, la continuidad de la idoneidad de los instrumentos financieros en los que haya invertido, o bien (ii) otro servicio continuo de valor para el cliente, como el asesoramiento sobre la asignación óptima propuesta para sus activos;
- Provisión de acceso, a un precio competitivo, a una amplia gama de instrumentos financieros incluido un número apropiado de instrumentos de terceros que carezcan de vínculos estrechos con la empresa, junto con (i) la provisión de herramientas de valor añadido, o (ii) la provisión de informes periódicos del rendimiento y los costes y cargos asociados a los instrumentos financieros.

No obstante, parece que la intención del regulador español es la de ser más restrictivo en este punto. Los anteriores ejemplos (y solo estos tres)

han sido adoptados por el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad bajo el artículo 58 del proyecto de Real Decreto de adaptación reglamentaria a la Ley del Mercado de Valores. Esto supone que, por el momento, el legislador español no opta por incluir nuevos supuestos que permitan ampliar el abanico de opciones que las empresas de servicios de inversión puedan tener a la hora de poder configurar el cobro de retrocesiones y, al mismo tiempo, ofrecer un mejor servicio a sus clientes.

Tendremos que esperar a la legislación que finalmente se adopta en España en relación con el cobro de incentivos si bien parece que en un primer momento, por la dificultad que se plantean las entidades de cambiar su modelo de negocio y dejar de cobrar incentivos en la prestación de servicios de inversión, la mayoría de las entidades optarán por la figura de asesoramiento no independiente que les obligará a revisar sus actuales modelos de comercialización si desean mantener la percepción de incentivos.

## 5.2. PRODUCTOS BANCARIOS: CRÉDITO INMOBILIARIO<sup>10</sup>

Una de las principales novedades de la regulación de los requerimientos sobre comercialización de productos bancarios, es el aumento de los requisitos de transparencia y normas de conducta que persiguen la mejora de la protección del consumidor.

En línea con otras normas europeas aprobadas en los últimos años dirigidas a reforzar la protección de los consumidores en otros sectores de la industria financiera –nos referimos a MiFID en el sector de productos de inversión, IDD en seguros o PRIIPS, analizadas en el apartado precedente–, en el año 2014 se aprobó la Directiva 2014/17/UE, de 4 de febrero, sobre los contratos de crédito celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial («Directiva

<sup>10</sup> Ver «Transparencia en el Crédito Hipotecario», de Gregorio Arranz, abogado.



de Crédito Inmobiliario»). Hasta entonces, a nivel europeo, no se había recogido en una norma de obligado cumplimiento las obligaciones de conducta y transparencia que deben regir la concesión de créditos para bienes inmuebles.

Existía como antecedente en Europa la Recomendación 2001/19 de la CE que se basaba en un Código de Conducta de 2001 en el que se incluían prácticas de transparencia, que podía ser suscrita individualmente por las entidades con independencia de que sus asociaciones hubieran o no participado en el proceso de negociación. De acuerdo con la citada Recomendación, la Comisión llevaría un registro público central de entidades prestamistas, indicando si éstas se han adherido o no al Código, y supervisaría el cumplimiento de las recomendaciones, valorando su efectividad.

El Código, que prevé la necesidad de entrega de información precontractual a los consumidores, detalla por un lado la información general, no personalizada, a entregar a los mismos, y por otro, incluye la información personalizada que se debe facilitar a aquellos clientes que ya hayan mostrado interés en él préstamo aportando algún dato personal. Este segundo documento se conoce como ESIS (*European Standard Information Sheet*). No se trata de una oferta vinculante sino de una hoja de contenido puramente informativo, pero que obviamente debe ser fidedigno.

Posteriormente, en 2010, se publicó el *Working Paper* de la CE sobre préstamo responsable, que, si bien se centra en los problemas de la concesión de este tipo de préstamos, también contiene alguna referencia a la transparencia. El mencionado documento señala que el futuro prestatario debe tener derecho a conocer anticipadamente el contenido del contrato, así como, la necesidad de advertirle previamente sobre el riesgo de pérdida del inmueble o, en su caso, sobre el tipo de cambio. En este documento se opta por conceder a los consumidores un periodo de reflexión de 10 días a contar desde la entrega de la información personalizada (ESIS). Sin embargo, el cliente podría renunciar a este plazo y firmar el contrato con anterioridad.

La nueva Directiva de Crédito Inmobiliario establece las exigencias que deben cumplir las comunicaciones publicitarias y comerciales sobre los contratos de crédito para que sean leales, claras y no resulten engañosas. En particular, se prohibirá toda redacción que pueda generar en el consumidor falsas expectativas sobre la disponibilidad o el coste de un crédito y se recoge la información básica a incluir cuando la publicidad haga referencia al coste del crédito. En segundo lugar, la Directiva mantiene la distinción entre una información previa, general, y por tanto todavía no personalizada, y una información posterior, ya en fase precontractual, dirigida a un consumidor especialmente interesado y que tiene en cuenta sus características personales.

La información general a proporcionar es muy exhaustiva incluyendo, entre otras cuestiones, la identidad de quien emite la información (banco o intermediario financiero), los fines del crédito, las formas de garantía, la duración de los contratos, las formas de tipo de interés deudor disponible, indicando si es fijo o variable o una combinación de ambos, implicaciones de los contratos en moneda extranjera, un ejemplo representativo del importe total del crédito, de su coste total para el consumidor, del importe total adeudado por el consumidor y de la TAE, las diversas opciones existentes para reembolsar el crédito, las condiciones relacionadas directamente con el reembolso anticipado, la necesidad o no de tasar el bien inmueble, las posibles consecuencias de no cumplir los compromisos asociados al contrato de crédito, ...

Además de la información general, también antes de celebrar los contratos, la Directiva de Crédito Inmobiliario prevé que, cuando el consumidor muestre un interés inicial en el préstamo, los prestamistas deben ofrecerle información, ahora ya personalizada, que le permita comparar entre los créditos disponibles en el mercado, evaluar sus implicaciones y tomar una decisión fundada. Esta información ha de entregarse una vez que el consumidor haya proporcionado la información precisa sobre sus necesidades, situación financiera y preferencias (elemento fundamental para evaluar su solvencia, algo a





lo que también se refiere la Directiva y que conecta con el otro principio clave referido al préstamo responsable).

Esta información personalizada se facilitará en un formato único para toda la UE, FEIN –Ficha Europea de Información Normalizada–. El contenido es muy parecido al de las ESIS que aparecían en el Código de Conducta Europeo y es realmente completo. Si los Estados exigen alguna información adicional, ésta no se puede incluir en la FEIN, sino necesariamente en un documento aparte que podrá adjuntarse a aquella.

La Directiva obliga también a los prestamistas a entregar una oferta vinculante que incluya la FEIN y una descripción del proyecto de contrato que deberá mantenerse durante siete días como mínimo, durante el cual el consumidor dispondrá de tiempo suficiente para comparar las ofertas, evaluar sus implicaciones y tomar una decisión con conocimiento de causa. El plazo es vinculante en principio solo para el banco o el intermediario financiero.

Adicionalmente, y con el fin de reforzar la transparencia, la Directiva de Crédito Inmobiliario prevé que las entidades den a los consumidores explicaciones adecuadas sobre el contrato y sobre posibles servicios accesorios, a los efectos de que puedan calibrar si son idóneos para ellos.

En España, ya contamos con unas exigencias de información en línea con lo dispuesto en la Directiva de Crédito Inmobiliario, exigidas desde la aprobación de la Orden de Transparencia Bancaria en 2011. No obstante, ni la terminología, ni el contenido de la información a proporcionar a los consumidores son del todo equivalentes, por lo que las entidades deberán llevar a cabo proyectos de adaptación para asegurar el cumplimiento de las normas de transposición que se aprueben en nuestro ordenamiento jurídico.

Hay que tener en cuenta que la Directiva debería haber estado plenamente transpuesta en marzo de 2016 y, por el momento, únicamente contamos con el Anteproyecto de Ley reguladora de los contratos inmobiliarios, por lo que es importante la evolución que tendrá esta norma durante los próximos meses.

## 6. MERCADO DIGITAL Y BIG DATA

Anunciábamos en la edición previa del Observatorio que la Comisión Europea está impulsando el desarrollo del Mercado Único Digital («MUD») que presenta como un área prioritaria de actuación. El objetivo final del MUD es (i) la eliminación de barreras técnicas y jurídicas que obstaculicen el camino hacia un mercado integrado, (ii) garantizar el buen uso de las nuevas tecnologías, (iii) fomentar la creación de negocios digitales y (iv) reforzar la seguridad y la confianza en ellos.

Los nuevos canales digitales ofrecen una gran oportunidad para la integración de los servicios financieros en Europa y facilitan operar desde y para cualquier país de la Unión. En esta edición analizamos de una parte, las interacciones entre las Fintech y la Banca, y de otra la problemática del Big Data y de la Ciberseguridad, como los aspectos que mayor atención están recibiendo por parte de la industria financiera y los supervisores y reguladores europeos.

### 6.1. FINANCIAL TECHNOLOGY: LAS FINTECH Y LA BANCA

El trabajo sobre el desarrollo de las empresas «Fintech»<sup>11</sup> analiza la situación de este mercado en España, su posible impacto sobre el negocio bancario tradicional y hace algunas propuestas normativas para tratar de favorecer su desarrollo. En opinión del autor, el crecimiento de las empresas Fintech puede servir para ofrecer a las Pymes españolas alternativas a la financiación bancaria tradicional y alcanzar los ratios ofrecidos por otros países de nuestro entorno a este respecto.

En la actualidad, el sector de Fintech es muy pequeño en el mundo y aún más en España, donde la inversión en este tipo de compañías, en 2016, fue inferior a 300 millones de euros € Sin

<sup>11</sup> Ver «Oportunidades para el desarrollo de empresas Fintech». Ramón Blanco. Indexa Capital.



embargo, su papel en el mercado es objeto de una especial atención por parte de reguladores, entidades financieras y analistas.

La razón hay que buscarla en su potencial de disrupción respecto al negocio tradicional que no solo proviene de la imparable corriente de nuevos proyectos que están apareciendo (en muchos casos *start-ups* con propuestas fuertemente innovadoras aunque con capacidad limitada) sino también de la penetración en este sector de grandes empresas muy capitalizadas y acostumbradas a desarrollar nuevos productos con gran rapidez (como Apple, Amazon, o empresas de telecomunicaciones) que podrían irrumpir de manera vertical –solo en algunos de los segmentos del negocio bancario y con modelos *low cost*–, con intensidad y fuerte impacto sobre el mercado.

Así, el autor vaticina que en banca privada, se generalizarán los servicios de gestión automatizada de carteras; en financiación de Pymes, las grandes plataformas de distribución aparecerán como formidables competidores; y en medios de pago, las compañías de telecomunicaciones tendrán una gran oportunidad ofreciendo a los clientes el pago de recibos y gastos corrientes contra su cuenta telefónica. Esta fuerte competencia provocará previsiblemente en el negocio bancario (i) bajadas de márgenes como consecuencia de una mayor competencia vertical y (ii) menor potencial de venta cruzada de productos a los clientes.

Se trataría de una amenaza frente a la que la banca debe estar preparada. La experiencia sobre lo ocurrido en otros sectores que ya han afrontado una revolución similar (música, clasificados, contenidos por cable) nos muestra que la disrupción se ha producido en espacios muy cortos de tiempo (no más de 5 años) y que en el mercado financiero podría ocurrir lo mismo, produciendo a los bancos tradicionales pérdidas de cuota de mercado significativas.

El mercado está, por tanto, cambiando y las empresas Fintech buscan su cuota de mercado en un nuevo entorno más innovador cuyo crecimiento en un próximo futuro dependerá en gran parte de lo que dispongan algunas de las normas

en curso que de un modo directo o indirecto incidirán sobre el sector. Entre ellas las siguientes:

- La Directiva MiFID II, que será exigible el 3 de enero de 2018, como ya se ha apuntado anteriormente, busca (i) dotar de transparencia al sector financiero, (ii) proteger al cliente de la compra de productos que no son apropiados para él y (iii) formar a los profesionales del sector financiero para que estén capacitados para vender productos financieros. Para aproximarse a este objetivo, la Directiva –como ya hemos mencionado– elimina el cobro de incentivos a los gestores de carteras y asesores independientes.

Aunque con la configuración previsible de la trasposición de la Directiva en esta materia el objetivo puede quedar reducido, en el servicio de gestión discrecional de carteras los gestores tendrán necesariamente que explicitar la comisión que cobran, lo que, presumiblemente, conduzca a algo parecido a lo sucedido en los últimos años en el Reino Unido (como consecuencia de la *Retail Distribution Review*) en donde a los clientes de menor patrimonio se les remite a productos perfilados, excluyéndolos de facto de un asesoramiento personalizado. Esta situación ofrecerá la oportunidad a nuevos participantes en el mercado –con tecnologías innovadoras y productos novedosos– de cubrir el espacio que esta norma pueda dejar.

- La nueva regulación europea en materia de pagos –PSD2<sup>12</sup>–, conllevará cambios fundamentales en la industria al dar a los proveedores de servicios de pago (PISP –Proveedores de Servicios de Iniciación de Pagos– y AISP –Proveedores de Servicios de Información de Cuenta–) acceso a la infraestructura de los bancos. Así, se permitirá por primera

<sup>12</sup> Directiva (UE) 2015/2366 del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de noviembre de 2015 sobre servicios de pago en el mercado interior.



vez a estas entidades realizar pagos por cuenta del cliente o bien acceder a información de su cuenta bancaria.

Esta nueva opción regulatoria puede favorecer la desintermediación de la relación bancaria tanto en medios de pago, como en la venta de productos financieros en general, pudiendo dar lugar al «banco sin licencia» (entidad que aconsejaría al cliente qué producto financiero comprar en cada momento y en qué banco). Asimismo, la posibilidad de acceder a la totalidad de pagos y cobros que hace un cliente permitiría ofrecerle financiación en mejores condiciones que su banco habitual.

La Directiva está vigente desde enero de 2016, aunque las transposiciones a las normativas nacionales se aplicarán a partir del 13 de enero de 2018. Las entidades bancarias deben estar preparadas y reaccionar a la oferta de los nuevos competidores. Dependiendo de cómo quede finalmente la regulación tras las transposiciones y los desarrollos posteriores, el negocio tradicional de banca minorista puede verse en mayor o menor medida afectado.

- Finalmente, en el ámbito nacional, la Ley 5/2015 de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial que regula en su Título V las PFP –Plataformas de Financiación Participativa– permite a estas entidades desintermediar el crédito bancario, poniendo directamente en contacto a los inversores en préstamos con las entidades o personas que lo necesitan.

Es importante en un mercado cuyo acceso al crédito se encuentra tan ampliamente bancarizado como el español, contar con mercados de deuda desarrollados y vehículos de financiación alternativa como las PFP que pueden ayudar a reducir la dependencia del crédito bancario.

Para favorecer el desarrollo de estas plataformas, sería necesaria una revisión en profundidad de la Ley que las regula, en aspectos tales como (i) el ámbito objetivo

de aplicación (para dar cabida al descuento de pagarés, el anticipo de facturas u otras formas de financiación del circulante), (ii) las garantías, para posibilitar que las PFP creen filiales con la exclusiva finalidad de recibir y ejecutar, en su caso, las garantías entregadas por los promotores o (iii) la estructura de mercado para posibilitar la existencia de un mercado secundario.

Además, para que España no quede descolgada de la corriente de innovación financiera habría que revisar y prestar urgente atención a algunas cuestiones que pudieran contribuir al objetivo. Entre éstas: (i) el desarrollo de un *sandbox* –banco de pruebas, en el que las compañías Fintech puedan operar en fases iniciales sin temor a problemas jurídicos (ii) la mayor flexibilidad por parte de los reguladores españoles a la hora de admitir productos y servicios amparados por las diferentes directivas y aún no traspuestos, (iii) la modificación de la definición de inversor profesional –el requisito de que el inversor haya de realizar más de 10 operaciones de bolsa por trimestre carece de sentido, (iv) un esquema impositivo favorecedor de la inversión en compañías no cotizadas o (v) un cambio de objetivos en los reguladores para favorecer la competencia.

## 6.2. EL BIG DATA EN LA INDUSTRIA FINANCIERA

El Big Data constituye uno de los retos más importantes a los que se enfrenta la sociedad<sup>13</sup>. Es, sin duda, una de las innovaciones más importantes que han surgido de la revolución digital con importantes implicaciones éticas por cuanto maneja información relativa a la experiencia y vivencias de los individuos.

Y aunque resulta incuestionable la utilidad de su aplicación a los procesos de decisión en el sector financiero –en un momento en el que la inno-

<sup>13</sup> Ver colaboración «Big Data y entidades financieras», de Javier Aparicio, Of Counsel finReg 360.



vacación resulta indispensable para poder competir con eficiencia—, su aplicación no es sencilla y requiere de una especial sensibilidad en las entidades financieras para no vulnerar las garantías y principios de la protección de datos, cuya aplicación resulta inevitable.

El Big Data depende de dos aspectos de carácter técnico: (i) la capacidad de conservar información y (ii) la capacidad de analizarla. El desarrollo tecnológico ha incrementado aceleradamente ambas capacidades, generando dispositivos y tecnologías capaces de almacenar en menos espacio toda la información relativa a cualquier experiencia, y recuperar fácilmente y en menos tiempo los datos que interesan, extrayendo mediante su estudio automático conclusiones que antes eran imposibles de conseguir.

### **El Big Data permite la singularidad en el trato a cada individuo**

Mediante el Big Data, es posible aplicar a cualquier decisión, no solo las vivencias propias de un individuo sino también la experiencia ajena y cualquier otra circunstancia relevante para la decisión a adoptar, haciendo posible saber qué actuaciones podrían haber mejorado el resultado final en experiencias anteriores. De esta forma, es posible obtener, no una solución genérica sino aquella que sirve efectivamente a cada persona en cada momento y que se adapta a sus circunstancias y a su personalidad.

### **El Big Data incrementa la eficiencia**

En el desarrollo de la actividad comercial, el Big Data permite ofrecer a cada individuo productos o servicios adaptados a sus circunstancias, capacidad y necesidades, garantizando el éxito de la relación. Esta singularidad tiene una relevancia enorme en el sector financiero, no sólo en la promoción de productos o servicios, sino también en la determinación de las condiciones singulares aplicables a los contratos gracias a que el estudio del riesgo puede individualizarse

y, por ello, adaptarse a las circunstancias de cada persona.

### **Problemas de privacidad**

A pesar de sus grandes ventajas el Big Data suscita problemas morales, al poner en riesgo la libertad de las personas y su capacidad de decisión:

- Puede producir discriminación al fundamentar la toma de decisiones respecto de cada persona en los precedentes que la diferencian lo que conduce a que a un individuo puedan no aplicársele el mismo trato que a otros.
- Puede inducir a las personas a aceptar como necesario aquello a lo que parecen estar predeterminados y a rechazar como imposible aquello que esos precedentes reflejan como no aconsejable, aunque las dificultades pudieran superarse mediante el esfuerzo.
- La decisión sobre las solicitudes de los individuos respecto de un cierto servicio podría depender solo de los precedentes y circunstancias de cada persona, abandonando el mérito y la capacidad como criterio de decisión.
- Pueden negarse oportunidades a personas que quieren optar a ellas con el único fundamento de los precedentes que acumula, a pesar de que la persona pudiera haber cambiado.

Asimismo, se suscitan problemas respecto de la privacidad de las personas que debe ser preservada tanto cuando los individuos estén identificados en el propio proceso como cuando sin estarlo, sea posible deducir su identidad.

El Big Data opera en dos escenarios diferentes: (i) el análisis de la información para obtener conclusiones y (ii) la aplicación automática de esas conclusiones a casos ulteriores.

- En el primer escenario el interés se centra exclusivamente en la experiencia singular



de un individuo y en las diferentes circunstancias –y resultados que han concurrido en cada una de ellas–, para compararlas con la de otras personas y obtener conclusiones.

En este escenario, es primordial tener la garantía de que la información que se va añadiendo a cada caso corresponde efectivamente a ese caso concreto. La simple posibilidad de que la persona a quien se refiere la información resulte identificada hace necesario aplicar las garantías de protección de datos. Pero incluso, aunque no resultara posible deducir la identidad de la persona, el simple proceso de limpiar la información que podría facilitar que se deduzca la identidad del individuo debe quedar sometido a las garantías de la normativa de protección de datos.

Por ello, resulta esencial informar a las personas acerca de la intención de analizar la información y definir, aunque sea de forma abstracta, los fines últimos a que servirán los datos analizados. Si la entidad no informa al interesado, permitiendo su oposición, infringiría la normativa de protección de datos.

El Reglamento General de Protección de Datos (Reglamento (UE) 2016/679 de 27 de abril de 2016) –que resultará de aplicación a partir de mayo de 2017– contiene en su considerando 29 una mención relativa al análisis de la información, poniendo de manifiesto la necesidad de que se sustituyan los agregadores de información por pseudónimos para someter a análisis los datos personales, si bien puntualiza que esto no elimina la necesidad de que se adopten las medidas técnicas y organizativas que impone la norma, entre las que se encuentran los deberes de información y de respeto a la voluntad del interesado.

- La segunda fase consiste en la aplicación de las conclusiones del análisis a un caso concreto, comparándolas con las circunstancias que concurren en el mismo.

En esta fase, resulta esencial conocer la identidad de la persona respecto de la que se adopta la decisión, ya que concluye con una decisión de tipo contractual, aceptando o rechazando una solicitud o determinando las condiciones singulares aplicables a la relación contractual. Es más, mediante los denominados *Smart Contracts*, es posible establecer un sistema automático de adaptación de las condiciones del contrato a la evolución de las circunstancias que se hayan determinado expresamente, siempre que así lo hayan pactado las partes.

Por ello, la incidencia en la privacidad del individuo es más intensa en esta fase que en la primera. Se trata de un proceso que incurre de lleno en el ámbito regulado por la normativa de protección de datos, lo cual exige que la entidad atienda cuidadosamente las obligaciones establecidas en la norma. Además, salvo supuestos muy excepcionales, cuando quien solicita el producto o servicio es una persona física, resultarán de aplicación las normas de protección de consumidores y usuarios a la relación contractual.

La aplicación de esta doble regulación exige, en definitiva, que las entidades financieras analicen de forma muy meticulosa todo el proceso mediante el que facilita la información y obtiene el consentimiento del interesado, ya que cualquier defecto que afecte a alguna de estas dos normas podría dar lugar, no sólo a sanciones sino también a la nulidad del consentimiento contractual otorgado.

### 6.3. LA CIBERSEGURIDAD Y LOS MERCADOS FINANCIEROS<sup>14</sup>

Como hemos visto, la transformación digital y el uso del Big Data han sido unas de las tendencias

---

<sup>14</sup> Ver Rubén Frieiro Barros, Deloitte. «Ciberseguridad y mercados financieros».





tecnológicas más destacas en el sector financiero en los últimos años. La explosión de los servicios móviles, el tratamiento masivo de datos, la accesibilidad que facilitan los nuevos canales digitales y la transformación de los modelos de relación entre clientes y prestadores de servicio, han ocasionado la aparición de un ciberespacio de relación en el que «la rapidez y facilidad de los intercambios de información y comunicaciones ha eliminado las barreras de distancia y tiempo» (definición de la Estrategia de Ciberseguridad Nacional –documento estratégico del Gobierno de España en materia de protección del ciberespacio–).

Este contexto de hiperconectividad de los sistemas de información, de las redes de comunicaciones y de los canales de acceso a la información y de las transacciones on-line, ha producido un cambio en los perfiles de riesgo operacional que deben gestionar las empresas e instituciones financieras.

La ciberseguridad deviene así una de las máximas prioridades en la gestión de las empresas financieras y dada la importancia del sector en la economía, es también objeto de atención y preocupación de supervisores y reguladores. Además, esta atención ha escalado últimamente posiciones en la lista de preocupaciones debido al elevado número de incidentes que se están dando a conocer y que cada vez tienen un mayor eco mediático.

## Ciberriesgo

Atendiendo al análisis recogido en las Estrategia Nacional de Ciberseguridad, las características principales de los ciberataques son (i) bajo coste, (ii) ubicuidad y fácil ejecución, (iii) efectividad e impacto y (iv) reducido riesgo para el atacante.

Se estima que los costes originados por el cibercrimen para la economía mundial en el 2014 ascendieron a más de 400 billones de dólares americanos, lo que equivale en Europa a una pérdida en torno a 150.000 puestos de trabajo<sup>15</sup>.

<sup>15</sup> <https://www.mcafee.com/es/resources/misc/infographic-cybercrime-loss-gdp.pdf>

Esta estadística sitúa el impacto económico del cibercrimen casi al nivel del narcotráfico y el sector financiero es una de las industrias más afectadas por los incidentes de ciberseguridad.

Todos estos factores han hecho que los reguladores hayan puesto su foco en la ciberseguridad lo que producirá en el horizonte próximo cambios normativos significativos relativos a la gestión de este riesgo. Las entidades deben adaptar sus organizaciones a los nuevos requerimientos, al tiempo que desarrollar nuevas tecnologías para la gestión del ciberriesgo. Sin lugar a duda, uno de los mayores retos es la necesidad de profesionales preparados y entrenados para desarrollar y ejecutar las medidas de seguridad y protección.

En el plano nacional y por lo que respecta al sector financiero, la iniciativa más destacable llevada a cabo hasta al momento ha sido la realizada al amparo del Plan Nacional de Protección de Infraestructuras Críticas, que según la Ley 8/2011 de 28 de abril se definen como «aquellas cuyo funcionamiento es indispensable para prestar servicios esenciales a la ciudadanía y que no puede ser sustituida por una solución alternativa». Al amparo de esta Ley, se ha desarrollado y aprobado el Plan Estratégico Sectorial del Sector Financiero que recoge un análisis general de riesgos del sector y la propuesta de medidas estratégicas de protección necesarias para prevenir, evitar y mitigar, los ciberataques contra las infraestructuras de mercado.

Entre las normas e iniciativas regulatorias que se refieren a la ciberseguridad en la UE destacan las siguientes:

- Directiva NIS<sup>16</sup>. El objetivo de esta directiva es brindar unas capacidades de ciberseguridad homogéneas en toda la UE y asegurar la cooperación e intercambio de información de manera eficiente. El plazo para su trasposición finaliza en mayo de

<sup>16</sup> DIRECTIVA (UE) 2016/1148 del Parlamento Europeo y del Consejo de 6 de julio de 2016 relativa a las medidas destinadas a garantizar un elevado nivel común de seguridad de las redes y sistemas de información en la Unión.



2018. La Directiva destaca ocho sectores esenciales objeto de protección entre los que se incluyen: (i) las entidades de crédito, (ii) gestores de centros de negociación y (iii) las entidades de contrapartida central.

La Directiva obliga a que los Estados adopten en su trasposición medidas de diversa naturaleza (identificación y comunicación de incidentes, gobernanza, cooperación internacional, seguridad, sanciones,...) al objeto de armonizar su tratamiento.

- Guía de IOSCO y el BIS sobre ciber resiliencia para infraestructuras de mercados financieros (IMF) de junio de 2016<sup>17</sup> que propone que las IMF desarrollen e implementen un marco interno para la ciber resiliencia que contemple aspectos tales como: (i) gobernanza, (ii) identificación de los procesos y funciones críticas, (iii) protección, (iv) detección de potenciales incidentes, (v) respuesta y recuperación, (vi) *testing*, (vii) «*situational awareness*», para entender y comprender el entorno en el que la organización está operando y (viii) aprendizaje y evolución.
- Directiva DSP2 de medios de pago, que incluye aspectos relevantes en cuanto a las medidas de seguridad que afectarían tanto a los prestadores de los servicios de pago, como a los nuevos negocios que puedan surgir al amparo de esta nueva regulación (en el que destacan las empresas Fintech). La Directiva presta especial atención a las medidas que los proveedores de este tipo de servicios tienen que implantar para hacer frente a unos riesgos cada vez más crecientes y vinculados con la tecnología, debido en gran parte a la explosión de los servicios de pagos electrónicos.
- Reglamento de protección de datos<sup>18</sup>, que recoge las obligaciones que tienen que

cumplir las organizaciones que manejen datos de carácter personal para el desarrollo de su negocio. Una de sus principales novedades se encuentra en la necesidad de notificar a las autoridades competentes las violaciones de seguridad que se produzcan, donde se incluyen los incidentes de ciberseguridad.

- Por último, tanto el Eurosistema como el G7 han fijado sus posiciones para abordar el ciberriesgo. Así, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo, en abril de 2017 aprobó su estrategia para mejorar la ciber resiliencia del ecosistema financiero de la UE<sup>19</sup>. Por su parte, el G7 ha publicado un documento de Buenas prácticas y recomendaciones<sup>20</sup> y ha creado un grupo de ciberexpertos con la finalidad de identificar los elementos fundamentales de ciberseguridad para el sector financiero.

En conclusión, los riesgos asociados al uso de la tecnología han crecido en relevancia en los últimos años debido a la explosión de hiper conectividad de los sistemas de información, la digitalización y robotización de muchas de las actividades productivas, así como el desarrollo de plataformas e infraestructuras cada vez más sofisticadas y complejas donde la seguridad por defecto no ha sido uno de los aspectos considerados durante las etapas de diseño. Esto ha provocado que las amenazas a la seguridad hayan virado su foco hacia el ciberespacio y que, en consecuencia, el modelo de seguridad informática tradicional basado en medidas de protección técnicas y contención de los incidentes mediante planes de contingencia no sea suficiente para gestionar este nuevo escenario.

Para enfrentarse a estos riesgos se requiere desarrollar en cada organización una estrategia global de ciberseguridad que incluya un marco de

<sup>17</sup> <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS433.pdf>

<sup>18</sup> Reglamento (UE) 2016/679 de 27 de abril de 2016 relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a su libre circulación.

<sup>19</sup> [https://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/infocus/20170619\\_infocus\\_cybercrime.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/infocus/20170619_infocus_cybercrime.en.pdf)

<sup>20</sup> G7 Fundamental elements of cybersecurity for the financial sector.



control y un modelo de gobierno claramente definido. Las medidas de seguridad deben desplegarse en varias líneas de defensa y abarcar tanto los ámbitos tecnológicos como organizativos.

Es necesario impulsar la ciber resiliencia, invirtiendo en nuevas capacidades y disponer de procedimientos de respuesta a los incidentes con objetivos comprometidos en cuanto a los tiempos de recuperación de los servicios esenciales.

Finalmente, como respuesta a la importancia que tiene el factor humano, las buenas prácticas recomiendan establecer procedimientos de aprendizaje continuo que trabajen las capacidades de ciberseguridad, no sólo entre los especialistas sino también en toda la organización, instaurando en las entidades financieras una cultura de protección y prevención de ciberataques a todos los niveles.

## 7. MERCADOS FINANCIEROS

### 7.1. EL NUEVO MERCADO DE RENTA FIJA EN MIFID II<sup>21</sup>

Uno de los principales objetivos de la normativa MiFID II/MiFIR, junto con la protección del inversor, es el de contribuir a la definición y establecimiento de unas infraestructuras de mercado más seguras así como fomentar la transparencia en los mercados. Las novedades regulatorias tendrán un importante impacto en las infraestructuras de mercado tanto de renta variable como, muy particularmente, en la negociación de la renta fija.

Entre los principales objetivos de MiFID II/MiFIR en el ámbito de transparencia e infraestructuras de mercados destacan los siguientes:

- Trasladar la operativa de contratación de instrumentos financieros desde el ámbito OTC («Over The Counter») hacia los *trading*

*venues* (Centros de Negociación) definidos por la Directiva (Mercados Regulados, Sistemas Multilaterales de Negociación –SMN– y *Organized Trading Facilities*– OTFs).

- Desarrollar la figura de Internalizador Sistemático (IS), ya prevista en MiFID I.
- Incrementar la transparencia en los mercados mediante la extensión a los instrumentos de renta fija de los requisitos de transparencia pre y post negociación que venían exigiéndose para la renta variable.
- Promover mercados más ordenados, con la determinación de reglas específicas para los sistemas de cotización y contratación algorítmicos.
- Mejorar los sistemas de reporte e información a las autoridades supervisoras para el desarrollo de las facultades de vigilancia sobre los mercados que la Directiva les otorga.

Como anticipábamos, en relación el mercado de renta fija, estas novedades tendrán un importante impacto en las distintas fases en las que tiene lugar la operativa.

En primer lugar, se establece un nuevo régimen de transparencia pre negociación, obligando a hacer transparentes las cotizaciones y volúmenes sobre valores de renta fija antes de su ejecución. Los valores que estarán sujetos a esta obligación serán definidos por las autoridades europeas, ESMA y CE, conjuntamente con los reguladores y supervisiones nacionales. En concreto, determinarán qué valores tienen la consideración de líquidos y qué tamaño de órdenes deben ser publicadas y hacerse pre transparentes, bien porque se encuentren por debajo del límite definido como *Large In Scale* («LIS»), o por tratarse de órdenes de elevado tamaño o que representen un volumen significativo en comparación con el resto de órdenes habituales en ese código valor, *Size Specific To the Financial Instrument* («SSTI»).

Esta nueva exigencia de transparencia obligará a los *tradings venues* e IS que operen en los mercados a monitorizar en tiempo real cada una

<sup>21</sup> Ver colaboración de Julio Alcántara Lera y Gonzalo Gómez Retuerto (BME Renta Fija), «El nuevo mercado de Renta Fija en MiFID II».





de las órdenes que reciban para, de esta manera, cumplir los nuevos requisitos de transparencia pre negociación.

Asimismo, se exige que los sistemas de contratación proporcionen acceso no discriminatorio a las entidades/clientes que soliciten operar sobre los valores contratados en ellos, garantizando la igualdad de trato a todos los participantes.

Las entidades de crédito y las ESI que cuenten con sistemas de trading algorítmicos, deberán disponer de sistemas efectivos de control y notificarlo a las entidades supervisoras competentes y a los Centros de Negociación.

En segundo lugar, existen también novedades relevantes durante la fase de ejecución de las operaciones. Se han incrementado los requisitos de mejor ejecución de órdenes. A diferencia de MiFID I, que establecía que las entidades participantes en las operaciones debían tomar «todas las medidas razonables» para garantizar la mejor ejecución, MiFID II requiere que se establezcan «medidas suficientes» cuando las entidades consideren «los precios, costes, velocidad y probabilidad de ejecución, tamaño y naturaleza de la orden y cualquier otra consideración relevante» a la hora de canalizar y ejecutar las órdenes recibidas hacia los distintos Centros de Negociación. Asimismo, MiFID II obliga a las entidades a cerciorarse de la equidad de los precios proporcionados a los clientes en el momento de ejecutar sus órdenes.

Durante la fase de post contratación y *reporting* al supervisor, MiFID II / MiFIR introducen un nuevo régimen de transparencia post negociación, exigiendo que, una vez ejecutada una operación las entidades participantes difundan los datos más relevantes de la misma al mercado. De la misma manera que se prevé en la transparencia pre negociación, esta difusión deberá hacerse teniendo en cuenta los plazos definidos por los reguladores en función de la liquidez del valor y el tamaño de la orden, LIS y SSTI, y siguiendo los volúmenes que ya han sido publicados.

En esta fase post contratación existen también importantes novedades en el reporte de transacciones que se debe realizar a los supervisores (*Transaction reporting*). A diferencia de MiFID I

que exigía la comunicación de las operaciones sobre instrumentos financieros admitidos a cotización en un Mercado Regulado, MiFID II amplía la necesidad de *reporting* a cualquier instrumento admitido a cotización o para el cual se haya solicitado la admisión, tanto en un Mercado Regulado como en SMN u OTF, así como para cualquier instrumento financiero cuyos precios guarden relación o se establezcan en base a esos instrumentos admitidos a cotización.

Asimismo, se amplían exponencialmente los campos que deberán reportarse en cada una de las operaciones.

Se prevé también un nuevo requisito de sincronización de relojes, por el que todos los participantes en el Mercado están obligados a informar a ESMA con exactitud del momento en el que envían sus órdenes hacia los centros de contratación y/o ejecutan las operaciones, y se promueve el desarrollo de sistemas y mecanismos electrónicos a los que los participantes en los mercados deberán reportar información de forma centralizada y en tiempo real para que a su vez estos sistemas puedan distribuir la información sobre la actividad, precios y volúmenes existentes en los mercados.

En paralelo a todas las novedades introducidas por esta nueva regulación, se está produciendo en el mercado una gran transformación en su estructura de funcionamiento. El modelo tradicional de negociación de activos de renta fija, basado principalmente en la voz –contratación telefónica– y con negociación bilateral, ha ido cambiando gradualmente en los últimos años hacia un mayor protagonismo de la operativa soportada por sistemas de contratación electrónicos, en los que la ejecución de las operaciones tiene un componente fundamentalmente multilateral.

## 7.2. IMPACTO DE MIFID II EN EL MERCADO ESPAÑOL DE OPCIONES Y FUTUROS

Una de las principales preocupaciones de los reguladores tras la crisis financiera de 2007 ha



sido la de intentar paliar las consecuencias que hasta entonces habían tenido los mercados de derivados, donde dominaba la opacidad y la operativa OTC, que mostraba exposiciones a potenciales pérdidas económicas con bajo nivel de transparencia e instrumentos de control defectuosos. Se inició entonces una profusa transformación en los mercados amparada por un desarrollo normativo que tiene como principales ejemplos el Reglamento de Infraestructuras de los Mercados Europeos (EMIR, 2012), la Directiva MiFID II (2014) y el Reglamento MiFIR (2014).

Los principales impactos de MiFID II y MIFIR en el mercado de derivados son: (i) las nuevas obligaciones de transparencia, (ii) los nuevos requerimientos de negociación, (iii) el refuerzo de la liquidez, (iv) las obligaciones de los Centros de Negociación y (v) las novedades en los registros de órdenes y las obligaciones de comunicación al regulador<sup>22</sup>.

- En relación con las novedades sobre transparencia que impactan en el mercado de derivados, MiFID II refuerza la transparencia que deben ofrecer los Centros de Negociación, entre los que se encuentran los Mercados Regulados, los SMN y los OTE. La normativa distingue entre los grados de transparencia pre y post negociación.

En el caso de la transparencia pre negociación, su detalle se define en función del Sistema de Negociación del centro correspondiente. La regulación entiende que hay determinados casos en los que está admitido no dar cumplimiento a los criterios de transparencia. Por ello, se establecen unas exenciones que los Centros de Negociación pueden solicitar a ESMA entre los que están las operaciones de gran tamaño, o los paquetes de órdenes consideradas como ilíquidas. Los umbrales para las operaciones

de gran tamaño o las condiciones que deben cumplir los paquetes de órdenes ilíquidas serán únicos para todos los Centros de Negociación en Europa, al contrario que la situación actual donde cada mercado establece unos límites diferentes. Con esta uniformidad se consigue una mejora considerable en las condiciones que pueden ofrecer lo mercados a sus Miembros.

Asimismo, relacionado con la transparencia, se ha creado una base de datos con los contratos disponibles en todos los Centros de Negociación europeos, y en la que figuran todos los detalles de dichos contratos. Esta base de datos es conocida como FIRDS (*Financial Instrument Reference Data*) y no solo cubre los requisitos establecidos en MiFID II, sino también da cumplimiento a la regulación sobre Abuso de Mercado (MAR<sup>23</sup>) que entró en vigor el 3 de julio del 2016.

- En cuanto a las obligaciones de negociación, uno de los objetivos de la nueva regulación es el establecimiento de la obligación de negociación de los derivados OTC en mercados organizados siempre que fuera posible y su compensación y liquidación en Entidades de Contrapartida Central («ECC»), de tal manera que solo se negocien bilateralmente o fuera de los Centros de Negociación aquellos contratos, estructuras o productos que no tengan cabida, por su iliquidez, en los mismos. No obstante, todavía no se han definido los criterios que permitan establecer la obligación de negociación para cada tipo de producto, si bien sí se ha relacionado ésta con la obligación de compensación definida por EMIR. Por lo tanto, para que un contrato sea elegible como de negociación obligada primero tiene que haber sido incluido en la lista de obligación de compensación.
- Otro de los objetivos de la nueva regulación es el refuerzo de la liquidez en los

<sup>22</sup> Ver aportación al Observatorio «Impacto de MiFID II en el mercado español de opciones y futuros» de Clotilde Salmerón y Beatriz Alejandro de BME.

<sup>23</sup> Reglamento 596/2014 de 16 abril 2014 sobre abuso de mercado.



mercados, ya que cuánto más líquidos sean los contratos negociables en un Centro de Negociación más se protege al inversor, en tanto en cuanto se le asegura dicha liquidez en todo momento. Para ello, se establece que toda entidad que tenga precios de compra y venta de forma simultánea en un contrato durante al menos la mitad del horario del mercado, en la mitad de los días de un mes, deberá firmar un contrato de creador de mercado con el Mercado Regulado o SMN donde envíe los precios.

- En relación con las obligaciones de los Centros de Negociación MiFID II equipara las obligaciones que se exigen a éstos, bien sean Mercados Regulados o SMN. Se prevén asimismo las obligaciones organizativas y tecnológicas que deberán cumplir los Centros de Negociación en aquellos supuestos en los que ofrezcan negociación algorítmica. En cuanto a los requisitos organizativos se plantea como novedad una autoevaluación anual que deben llevar a cabo los Centros de Negociación con el fin de dar a la autoridad competente una imagen real y comparable entre ellos (tamaño, número de miembros de negociación algorítmica, tratamiento de mensajes por segundo, porcentaje de la negociación algorítmica sobre el volumen negociado, etc.).

En cuanto a los requerimientos tecnológicos, se establecen criterios únicos para todos los Centros de Negociación europeos que deben observarse para garantizar la correcta capacidad y resiliencia de los mismos, teniendo que medir la capacidad del sistema y cumplir con unas obligaciones de monitorización.

MiFID II introduce una nueva categoría de Centro de Negociación, los OTF, en los que la negociación puede tener lugar a través de reglas discrecionales y permite que el gestor del OTF opere a través de la interposición de su cuenta propia sin asumir riesgos, lo que se conoce como «*Matched Principal Value*». Esta nueva categoría

de Centro de Negociación pretende dotar de transparencia y estructura organizativa a ciertos mercados OTC de productos derivados y también de renta fija.

- En cuanto los registros de órdenes, MiFID II establece nuevos campos en las órdenes y en la comunicación de operaciones que los participantes de los mercados deben hacer a la correspondiente Autoridad Competente. Se prevé, asimismo, un nuevo registro de órdenes que los Centros de Negociación deben almacenar y poner a disposición de la Autoridad Competente cuando ésta se lo solicite.
- Finalmente, en relación con la comunicación de operaciones o *Transaction Reporting* que ya se venía realizando, la principal novedad es que esta comunicación se ha visto ampliada de forma significativa pasando de los 23 campos actuales a 65. Es destacable que la negociación en los mercados OTC también debe ser comunicada a ESMA a través de un Agente de Publicación Autorizado (APA) previamente admitido por el propio organismo regulador.

Como conclusión de este apartado, nos parece razonable la decisión de los reguladores de ampliar las exigencias de información de la negociación en los mercados de derivados OTC y su intento de traslación de esta operativa hacia los centros organizados, dotados de mayor transparencia y control.

Las estadísticas del Banco Internacional de Pagos («BIS») recogen una caída acusada de los volúmenes de negociación OTC de casi un tercio del tamaño que alcanzó antes de la quiebra de Lehman Brothers. Mientras tanto, la negociación en mercados organizados ha caído también pero en una cuantía muy pequeña (-0,7%). No parece que las vías de negociación organizada hayan sido las receptoras del ingente volumen que ha desaparecido de la negociación OTC. Es posible que la incertidumbre creada por la crisis financiera y el consiguiente aumento de la percepción de riesgos por parte de los agentes estén detrás



de esta caída de la negociación en productos derivados. No obstante, también pudiera ser que el incremento de la regulación financiera a raíz de la crisis haya alejado a muchos participantes de los mercados.

### 7.3. REVISIÓN DEL RÉGIMEN DEL FOLLETO DE EMISIÓN

Desde la perspectiva de los emisores y de la consecución de la unión del Mercado de Capitales resulta especialmente relevante la revisión del régimen del folleto en caso de emisión de valores.

La aprobación del Reglamento 2017/1129 del Parlamento y del Consejo de 14 de junio de 2017 sobre el folleto de oferta pública o admisión a cotización de valores, que entrará en vigor con carácter general el 21 de julio de 2019, se considera un paso adecuado para la realización de la Unión de Mercados de Capitales.

El Reglamento trata de eliminar las asimetrías de información, simplificar y reducir las cargas administrativas y los costes para la emisión de valores, y armonizar la divulgación de información de forma que permita el establecimiento de un mecanismo de pasaporte transfronterizo eficaz.

Se ha optado por la instrumentación de un Reglamento, directamente aplicable en los distintos Estados de la UE, con el fin de reducir la posibilidad de que se adopten medidas nacionales divergentes, y se garantice un enfoque coherente, con la mayor seguridad jurídica que refuerce la confianza de los inversores y haga posible el uso generalizado del pasaporte comunitario. Todo ello, sin perjuicio de que los Estados puedan establecer otros requisitos particulares para la admisión a cotización de valores en determinados mercados, en materia de gobierno corporativo.

El Reglamento, tanto en su contenido como en los fines que pretende, merece una opinión muy favorable. Con el fin de prestar el asesoramiento técnico a la CE para el desarrollo de normas de nivel II, en los últimos meses ESMA ha publicado tres documentos a consulta (i) *Draft*

*technical advice on format and content of the prospectus*, (ii) *Draft technical advice on content and format of the EU Growth prospectus* y (iii) *Draft technical advice on scrutiny and approval of the prospectus*.

Los documentos están redactados en línea con el propósito del Reglamento, de modo que salvo alguna regulación que podría suponer un exceso respecto de la norma de nivel II (así en la información sobre *profit forecast*), y cierta limitación de la libertad del emisor sin una razón clara, son muy acertados.

Especial relevancia tiene a efectos prácticos la prevista regulación de la verificación de folletos, que contiene un detalle de los métodos de trabajo y la colaboración entre las distintas autoridades supervisoras de los Estados.

En todo caso, resulta imprescindible asegurar que los ambiciosos efectos que pretende el Reglamento no se defrauden por el mantenimiento de reglas locales o prácticas internacionales diversas que, a la postre den lugar a la necesidad de publicación de otros documentos o el cumplimiento de requisitos añadidos.

## 8. GESTIÓN DE ACTIVOS

### 8.1. NOVEDADES EN LA INDUSTRIA DE INVERSIÓN COLECTIVA

En materia de inversión colectiva la última regulación se ha centrado en un vehículo particular, los Fondos del Mercado Monetario, dado que se estima que pueden ser un foco de riesgo sistémico que debe acotarse.

Fuera de esta nueva iniciativa (que se aborda en el siguiente epígrafe), no existen avances relevantes en el panorama regulatorio de los fondos de inversión ni armonizados ni alternativos, no habiéndose planteado en el último año, nuevas propuestas que afecten a las Directivas UCITS o AIFMD.

Sin perjuicio de ello y como ya se ha apuntado en este Observatorio la industria de inversión colectiva se verá afectada (i) por la exigibilidad a partir de enero de 2018 de MiFID II, puesto que



el régimen de incentivos impactará notablemente a los mecanismos de distribución en la UE de los fondos de inversión y por (ii) la entrada en vigor en 2020 de PRIIPS que exigirá nuevos cambios en el documento de datos fundamentales del inversor para adaptarlos a la metodología de riesgos de esta normativa.

## 8.2. LOS FONDOS DEL MERCADO MONETARIO

Los Fondos del Mercado Monetario (“FMM”) se utilizan habitualmente como alternativa a los depósitos bancarios, pues ofrecen diversificación de las inversiones, liquidez instantánea y un valor relativamente estable, características que los convierten en una opción razonablemente segura para la inversión a corto plazo de grandes cantidades de efectivo. Además, los FMM representan un importante proveedor de financiación a corto plazo de la economía real, en su papel de adquirentes de instrumentos del mercado monetario a corto plazo, emitidos por entidades financieras, Estados y empresas, como letras del Tesoro, papel comercial y certificados de depósito.

Las dificultades provienen de la posibilidad de que se produzcan solicitudes de reembolso masivas en los FMM que pudieran forzarles a vender una parte de sus activos en un mercado bajista, favoreciendo una crisis de liquidez. En esas circunstancias, los emisores del mercado monetario podrían afrontar graves dificultades de financiación si los mercados de papel comercial y de otros instrumentos del mercado monetario se secan. Esto, a su vez, podría dar lugar a un contagio dentro del mercado de financiación a corto plazo, con los consiguientes riesgos para la financiación de entidades financieras, sociedades y gobiernos y, por ende, para la economía en su conjunto.

Por ello, los FMM se consideran entidades de importancia sistémica y han llamado la atención del regulador europeo en varias ocasiones. Con el objetivo de preservar la integridad y estabilidad del mercado, el regulador europeo consideró conveniente dictar una normativa que armonizara y clarificara los requisitos prudenciales de

los FMM, y para ello la CE publicó una Propuesta de Reglamento, sobre la que se ha alcanzado recientemente un acuerdo, después de negociaciones que se han prolongado más de tres años, dando lugar a la aprobación del Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre Fondos del Mercado Monetario, cuyos principales aspectos se analizan en este Observatorio<sup>24</sup>.

La aplicación de este Reglamento comenzará el 21 de julio de 2018 para FMM de nueva creación, mientras que la adaptación de los preexistentes deberá solicitarse a las autoridades competentes de cada país antes del 21 de enero de 2019. Esta entrada en vigor coincide en el tiempo con una drástica reducción de la cuota de los FMM sobre el total de vehículos de inversión, que ha pasado del 40% a apenas un 3,3%, en beneficio de otros vehículos con unas expectativas de rentabilidad más elevadas.

El Reglamento contempla tres categorías de FMM, en función de la forma en que se valoran los activos en cartera para calcular el valor liquidativo aplicable a suscripciones y reembolsos:

- FMM de valor liquidativo variable («VNAV»)
- FMM de valor liquidativo de baja volatilidad («LVNAV»)
- FMM de deuda pública de valor liquidativo constante («CNAV»)

A pesar del poco apetito inversor actual hacia estos vehículos, el Reglamento Europeo tiene una vocación de permanencia y regula una figura que sin duda volverá a crecer cuando los mercados monetarios se normalicen. Es previsible que para su aplicación en España sea necesario adaptar determinadas normas del marco normativo doméstico, como las Circulares de la CNMV sobre contabilidad o sobre vocaciones inversoras de las IIC, que en la actualidad no darían cabida

<sup>24</sup> Ver contribución al Observatorio de Elisa Ricón Holgueras, Directora General de INVERCO, «El nuevo Reglamento Europeo sobre Fondos del Mercado Monetario».





a los LVNAV o CNAV, al no admitirse en España la valoración a coste amortizado de los activos en cartera. Dichas modificaciones serán también necesarias para eliminar discordancias entre lo previsto en el Reglamento europeo y lo establecido en la legislación española sobre activos aptos y vencimiento de los activos o sobre la obligación de permitir suscripciones y reembolsos diariamente, ya que, tal y como establece el propio Reglamento, los Estados miembros no pueden imponer condiciones más restrictivas de las que se prevén en el mismo.

## 9. RESOLUCIÓN ALTERNATIVA DE LITIGIOS EN MATERIA DE CONSUMO<sup>25</sup>

La profundización en los mecanismos de protección de los consumidores y usuarios constituye un mandato político de la UE, y por ello, un objetivo básico de la legislación comunitaria, consistente no sólo en el reconocimiento y proclamación de derechos, sino en el establecimiento de mecanismos para su consecución efectiva. Entre éstos se encuentran los dirigidos a potenciar sistemas de resolución alternativos a los judiciales para que los consumidores logren, de forma más ágil y barata, la reparación de sus derechos vulnerados.

Han sido numerosas las iniciativas normativas europeas en esta dirección acometidas en los últimos años<sup>26</sup>. Sin embargo, a pesar del tiempo

transcurrido, la CE ha constatado que ni consumidores ni empresarios conocen ni utilizan las vías de recurso extrajudicial y que existen disparidades entre los diferentes Estados miembros en este ámbito. Esta situación es un obstáculo al mercado interior y un desincentivo para la realización de operaciones transfronterizas.

Ante esta situación la última respuesta normativa de la UE ha sido la Directiva 2013/11/UE, de 21 de mayo de 2013 y el Reglamento UE/524/2013, sobre resolución de litigios en línea en materia de consumo<sup>27</sup>.

La Directiva regula la creación de mecanismos de solución extrajudiciales, a los que necesariamente se les exige que sean independientes, imparciales, transparentes, efectivos, rápidos y justos. Estos calificativos deben concurrir necesariamente en todos los sistemas que operen; pero a partir de este punto, claro y determinante, la Directiva configura un régimen de funcionamiento y configuración de las entidades de resolución extremadamente abierto, pleno de opciones, no solo respecto a cuestiones concretas cuya configuración definitiva se permite a cada Estado miembro (discrecionalidades nacionales), sino que se permite que cada sistema de resolución de litigios pueda configurarse con características propias.

### Transposición española de la Directiva

El pasado 31 de marzo se presentó el Proyecto de Ley por la que se incorpora al ordenamiento español la Directiva 2013/11/UE, relativa a la resolución alternativa de litigios en materia de consumo, texto que sigue tramitándose en el Parlamento español. En líneas generales el texto sigue las orientaciones y contenidos de la

---

<sup>25</sup> Ver «La Directiva sobre resolución alternativa de litigios en materia de consumo y su transposición al ordenamiento español: especial referencia al ámbito financiero», Javier Rodríguez Pellitero (AEB).

<sup>26</sup> Entre ellas, (i) las Comunicaciones que la CE remitió al Consejo en 1985 y 1987, que dieron lugar a la Resolución del Consejo de 25 de junio de 1987, sobre acceso de los consumidores a la justicia; (ii) el Libro Verde de la CE sobre el acceso de los consumidores a la justicia y solución de litigios en materia de consumo en el mercado único, de noviembre de 1993; (iii) las Recomendaciones de la CE 98/257/CE, de 30 de marzo de 1998, sobre principios aplicables a los órganos responsables de la solución extrajudicial de litigios en materia de consumo y 2001/310/CE, de 4 de abril de 2001, relativa a los principios aplicables a los órganos extrajudiciales de resolución consensual de litigios en materia de consumo; (iv) la Resolución de 25 de mayo de 2000, por la que el Consejo Europeo creó una red de órganos nacionales encar-

---

gados de la resolución extrajudicial de litigios de consumo.

<sup>27</sup> Directiva 2013/11/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, relativa a la resolución alternativa de litigios en materia de consumo, y el Reglamento UE/524/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, sobre resolución de litigios en línea en materia de consumo.



Directiva, realizando una transposición próxima a ella.

### **Implicaciones para el sector financiero**

Y por lo que respecta al sector financiero, el Proyecto incluye una Disposición adicional primera respecto de cómo van a terminar implementándose los contenidos de la Directiva para este sector. Lo que adelanta esta Disposición es una reforma en profundidad del «sistema institucional de protección del cliente financiero, así como su organización y funciones», expresión que está en línea con el último inciso de la Disposición adicional vigésima de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, que mandata al Gobierno (i) el estudio del actual sistema institucional de protección del cliente, (ii) de posibles alternativas para potenciar la eficacia de los actuales servicios de reclamaciones, defensores del cliente y servicios de atención al cliente, y (iii) el impulso de la reforma legal correspondiente.

Sin perjuicio de ello, la citada Disposición adicional prevé que de manera temporal hasta la aprobación de la Ley que configurará el sistema definitivo de protección, los servicios de reclamaciones de los supervisores financieros –Banco de España, Comisión Nacional del Mercado de Valores y Dirección General de Seguros–, deban adaptar su funcionamiento y procedimiento previsto en el Proyecto de Ley y ser configurados, como áreas dotadas de «independencia organizativa y funcional».

Por otra parte, la Disposición adicional vigésima restringe a una el número de entidades de resolución de litigios especializada en el área financiera que deberá ser creada y constituida por Ley, por lo que habrá un único organismo de resolución de conflictos.

Y respecto a su constitución, el Ministerio de Economía apuntó en el trámite de audiencia pública en materia de reordenación de las autoridades de supervisión difundido el pasado mes de marzo de 2017, a la creación de una Autoridad Independiente de Protección de los Usuarios de Servicios

Financieros y de los Inversores Financieros, justificando su necesidad en la «dispersión» actual en la protección de los consumidores en estos ámbitos, atribuida a los tres supervisores respectivos.

Hasta que esto no se produzca, y con el ánimo de introducir en el debate alguna consideración adicional, sugerimos que se valore la posibilidad de mantener el sistema actual de reclamaciones de los supervisores sectoriales, con las adaptaciones necesarias para que puedan ser reconocidos como sistemas de resolución de litigios nacionales (es decir, hacer definitiva la fórmula temporal que prevé el Proyecto de Ley).

En opinión de este Observatorio el mantenimiento, con adaptaciones, del sistema actual, incardinado en el ámbito de los respectivos supervisores sectoriales, ofrece ventajas incuestionables, toda vez que da respuesta satisfactoria a lo que la Directiva requiere: (i) el previo conocimiento de la reclamación por la entidad reclamada, (ii) la especialización de los que resuelven las reclamaciones en el concreto ámbito sectorial, (iii) la independencia respecto de las partes, salvaguardada por el carácter público de esos organismos, financiados asimismo con recursos públicos, (iv) la delimitación a los asuntos de los que conocen, así como (v) la obligatoriedad de sometimiento por las entidades financieras.

Además, sacar las reclamaciones del ámbito la resolución de los supervisores supone privarles de una importante fuente de información sobre el funcionamiento de las entidades supervisadas. Igualmente, la existencia de este nuevo esquema podría dar lugar a eventuales divergencias, poco deseables, en la interpretación y aplicación de las normas de conducta entre el supervisor y la autoridad de protección. Por todas estas razones, creemos que podría ser más adecuado el mantenimiento del actual sistema, con los ajustes que puedan ser precisos.

## **10. CONVERGENCIA SUPERVISORA**

Tal y como se ha venido indicando en las ediciones previas de este Observatorio, la llegada de la



crisis financiera en 2007 supuso la toma de conciencia, a nivel internacional, de la necesidad de una supervisión más intensa y eficaz y de una mayor coordinación entre supervisores<sup>28</sup>. En la UE esto se tradujo en la percepción de que era conveniente, incluso necesario, establecer formalmente un sistema de supervisión financiera europeo. Este sistema, cuyo origen se remonta a 2011, se centró en dos planos: el macroprudencial o de seguimiento y evaluación de riesgos sistémicos o potencialmente sistémicos y el microprudencial (o microeconómico) basado en la supervisión de las entidades y los agentes del mercado individualmente considerados.

El plano macroprudencial fue asignado a una nueva autoridad denominada Junta Europea de Riesgo Sistémico, de la que forman parte las autoridades supervisoras europeas y nacionales, y cuya misión principal es analizar la formación de riesgos con el potencial de afectar al sistema financiero y, en su caso, emitir alertas y recomendaciones.

El plano microprudencial (o microeconómico) fue asignado a tres nuevas autoridades supervisoras europeas (ESMA, EBA y EIOPA respectivamente encargadas de valores, banca y seguros), en cuyos órganos de decisión se incluyó a las Autoridades Nacionales Competentes.

Estas nuevas autoridades nacieron con el mandato, entre otros aspectos, de promover al máximo nivel posible tanto la conformación de un único conjunto de normas (especialmente a través de los desarrollos finales de la significativa cantidad de nueva regulación producida como consecuencia de los análisis tras la crisis) como la aplicación convergente de las mismas, en lo que se denominó convergencia supervisora.

Obviamente, lograr este conjunto único de normas ha sido la primera tarea, bastante ingente, de estas autoridades. Y, por tanto, la persecución de la convergencia supervisora de forma

más intensa ha comenzado a acometerse más recientemente.

En el sector bancario, los acontecimientos derivados de la crisis financiera llevaron a una integración total en la zona euro de la supervisión prudencial a través del BCE y del *single rule book* bancario, por lo que en este ámbito la convergencia supervisora es ya una idea superada.

Es en el área de conducta en la que existe una necesidad de seguir avanzando en la convergencia de la supervisión, siendo ESMA la autoridad que más atención parece estar prestando a esta problemática; entre otras razones, porque la normativa de protección del consumidor en materia de valores es más avanzada que en el caso de banca y seguros, y porque en el área de valores se han podido concentrar recursos y medios en ese ámbito al no concurrir las preocupaciones prudenciales que han estado presentes en los otros dos subsectores de la actividad financiera.

Como consecuencia de lo anterior, una vez instaurada la Unión Bancaria y con una experiencia acumulada de seis años en el modelo supervisor europeo, ha seguido abierto hasta el presente el debate relacionado con la conveniencia o no de transitar a un sistema de supervisión *twin-peaks* que permitiera facilitar la aplicación consistente y armonizada de las normas de conducta para los tres sectores de la actividad financiera.

Sin embargo, probablemente, en razón de las dificultades que entrañaría el alejamiento del centro o autoridad única supervisora respecto del inversor minorista en términos de identificación de riesgos y su protección efectiva, no es esa la dirección que parece pretender la CE, que acaba de hacer pública una propuesta de Directiva de revisión de diversas normas, entre ellas, los Reglamentos de las tres Autoridades Europeas de Supervisión financiera.

Subsisten, con arreglo a esta propuesta, las tres Autoridades Europeas de Supervisión, si bien se refuerzan los recursos y herramientas de supervisión y sanción puestas a su disposición (con importantes novedades en cuanto a capacidad para recabar información de las entidades participantes en los mercados cuando las Autori-

<sup>28</sup> Ver contribución al Observatorio de Lourdes Centeno, Socia de Derecho Mercantil, Gobierno Corporativo y Mercados de Capital de EY, «Convergencia supervisora en los mercados de capitales».





dades Nacionales Competentes no la facilitan oportunamente, e imposición de multas), y se introducen modificaciones en su régimen de financiación y de gobierno y toma de decisiones. Todo ello, en aras a facilitar el adecuado y mejor cumplimiento de sus funciones en los ámbitos de la convergencia supervisora y de la identificación de riesgos para la estabilidad financiera.

Se aumentan, asimismo, con la citada propuesta normativa las competencias de supervisión directa de ESMA, en ámbitos como los fondos de capital riesgo, los fondos de emprendimiento social y los fondos de inversión a largo plazo europeos, los folletos (especialmente los que implican una dimensión transfronteriza, un elevado nivel de complejidad técnica o potenciales riesgos de arbitraje regulatorio), y proveedores de servicios de suministro de datos, con vistas a prevenir los perjuicios que pudieran derivarse para una adecuada protección del inversor y de la fragmentación de los regímenes de autorización y supervisión; asimismo, se persigue optimizar economías de escala y mejorar la calidad de los datos recabados y su nivel de utilización y aprovechamiento.

Sin duda, las nuevas medidas de fortalecimiento de los supervisores europeos, diez años después del inicio de la crisis financiera y del establecimiento del nuevo sistema europeo de supervisión financiera, suponen un nuevo paso adelante y determinante para completar la Unión de los Mercados de Capitales, para la que es fundamental la convergencia supervisora, en tanto en cuanto desempeña un papel fundamental en la integración del mercado y la creación de oportunidades tanto para las entidades participantes en los mercados como para los inversores.

\*\*\*

## CONCLUSIONES

La razón de ser de este Observatorio es hacer un seguimiento de la evolución de las reformas del sector financiero europeo y valorar su aportación al crecimiento, a la creación de empleo y a la construcción de una UE integrada, sin fronteras

ni obstáculos a la libre circulación de personas, servicios, capitales y mercancías.

El estudio realizado por los participantes en esta edición del Observatorio se refiere a las reformas normativas que afectan a los mercados financieros y han experimentado avances en el periodo analizado. Asimismo, se revisan y valoran tendencias, amenazas y oportunidades que la imparable evolución del mercado y las nuevas tecnologías ofrecen a los agentes que intervienen en ellos.

Asistimos a un periodo, ya demasiado extenso, de gran producción normativa, con modificaciones, en ocasiones, de reglas que no han sido totalmente implantadas o incluso, que no han llegado a entrar en vigor. En este entorno, los agentes financieros han de acostumbrarse a compaginar las reglas de juego en curso con las que han de venir, sin la seguridad de que éstas serán definitivamente aprobadas.

Por ello, desde este Observatorio queremos destacar, una vez más, la importancia de la regulación para ordenar e impulsar el crecimiento, en una coyuntura de gran competencia, en la que el fomento de la competitividad de nuestros mercados y entidades es de gran relevancia. La excesiva reacción regulatoria para hacer frente a la crisis y evitar sucesos similares en el futuro, ha ocasionado una notable carga para las entidades que ha endurecido las condiciones en las que desarrollan su actividad y ha sumergido al mercado en una incertidumbre sobre hasta dónde llegará el proceso que obstaculiza la toma de decisiones.

Por ello, reclamamos de los reguladores la estabilización del proceso de producción normativa. Creemos, tal y como apuntábamos en la edición anterior de este Observatorio, que resultaría conveniente pausar el proceso de creación y modificación de normas para permitir la completa adaptación de las entidades al medio y la definición de su estrategia de negocio para competir en ese entorno. Al mismo tiempo, esta mora serviría para reflexionar sobre las necesidades del sector a largo plazo y adoptar decisiones sobre las normas que deben ser implantadas sobre la base de un análisis previo del coste que cada nueva norma conlleva frente a los beneficios que proporciona.



Pero no queremos hacer descansar solamente en el regulador la carga de favorecer el desarrollo del mercado. En nuestra opinión, el supervisor tiene también un importante rol de fomento del mercado y de mejora de su eficiencia. La eliminación de trabas administrativas, la agilización de procesos y procedimientos, la flexibilidad en la interpretación de las normas en favor del mercado, el fomento de la innovación, la reducción de plazos de tramitación, la agilización de respuestas a consultas del sector o la promoción de nuevas vías de financiación –aceptando la utilización de nuevos productos financieros previstos en directivas aún no transpuestas, siempre que no estén prohibidos por la normativa española–, son algunos ejemplos de los factores que pueden contribuir a ello.

Además de estas recomendaciones de carácter general, del análisis realizado y de los trabajos de los colaboradores de esta edición del Observatorio, merecen destacarse las siguientes conclusiones:

### **1. EL BREXIT AFECTARÁ A LA FORTALEZA DE LA UE**

El Brexit no solo tendrá impacto negativo sobre el Reino Unido sino que afectará también a la fortaleza de la integración europea. Para paliar sus posibles efectos negativos, es preciso dar una respuesta de unidad desde la UE y ofrecer un programa atractivo que evite el efecto contagio y nuevas veleidades sobre futuras fugas en el resto de países que la conforman.

Gestionado adecuadamente, el Brexit puede convertirse en una oportunidad para lograr una UE más integrada y, al mismo tiempo, en una fuente de negocio para aquellas jurisdicciones que sean capaces de atraer a las empresas financieras que abandonen el Reino Unido.

### **2. LA INTEGRACIÓN FINANCIERA SE PARALIZÓ DURANTE 2016**

Persisten en la UE altos niveles de fragmentación y aún queda mucho camino por recorrer para mejorar la integración de los mercados financie-

ros europeos. 2016, no ha sido un año productivo en este sentido.

La culminación de la Unión Bancaria y el impulso al plan de la CE para la potenciación del mercado europeo de capitales son elementos clave para incrementar el grado de integración de nuestros mercados y mejorar la calidad de los intercambios entre países miembros que solo se conseguirá si las operaciones intracomunitarias se producen mediante (i) flujos de capital e inversión directa mejor que indirecta, (ii) saldos transfronterizos de deuda a largo plazo mejor que a corto plazo y (iii) préstamos bancarios minoristas mejor que flujos interbancarios.

### **3. ES IMPRESCINDIBLE FINALIZAR CUANTO ANTES EL PROCESO DE UNIÓN BANCARIA**

La consumación de la Unión Bancaria para conseguir una completa integración del mercado europeo requiere que se completen los tres pilares sobre los que se basa, dando cumplimiento a los acuerdos del Consejo Europeo de 2012.

El Mecanismo Único de Supervisión y el Mecanismo Único de Resolución ya están en marcha, con más luces que sombras. Sin embargo, no hay consenso sobre cómo avanzar en la creación de un Fondo de Garantía de Depósitos Único europeo. Es fundamental para completar el proyecto de Unión Bancaria progresar con urgencia en su definición y en las fórmulas para financiarlo.

### **4. EL MARCO NORMATIVO PARA LA RESOLUCIÓN BANCARIA NO ESTÁ CONSOLIDADO**

Los acontecimientos vividos en España y en Italia a propósito de las crisis de algunas entidades bancarias han puesto de manifiesto que el marco normativo de la resolución bancaria no está tan consolidado como se pensaba en un principio y que todavía pueden plantearse muchas novedades, tanto en lo referente a los instrumentos con



los que hacer frente a situaciones puntuales de iliquidez, como a la propia existencia de procedimientos especiales de tratamiento de esas situaciones.

Cabe también que, de la mano de los pronunciamientos judiciales que inevitablemente habrán de seguir al ejercicio de todo tipo de acciones frente a las decisiones adoptadas por las autoridades de resolución (especialmente ante el Tribunal de Justicia de la UE), puedan producirse decisiones o consideraciones respecto del desarrollo de los procesos de resolución que provoquen nuevos cambios en la regulación vigente o en el modo en que se ha interpretado hasta este momento.

#### **5. LOS SERVICIOS ACTUALES DE RECLAMACIONES PUEDEN SER EL MARCO ADECUADO PARA ACTUAR COMO SISTEMAS ALTERNATIVOS DE RESOLUCIÓN DE LITIGIOS EN EL SECTOR FINANCIERO**

Sugerimos que se valore la posibilidad de mantener el sistema actual de reclamaciones de los supervisores sectoriales (servicios de CNMV, Banco de España y DGSFP), con las adaptaciones necesarias, para que puedan ser reconocidos como sistemas de resolución de litigios nacionales, al amparo de la Directiva sobre resolución alternativa de litigios en materia de consumo.

El mantenimiento, con ajustes, del sistema actual, incardinado en el ámbito de los respectivos supervisores sectoriales, ofrece ventajas incuestionables como: (i) el previo conocimiento de la reclamación por la entidad reclamada, (ii) la especialización de los que resuelven las reclamaciones en el concreto ámbito sectorial, (iii) la independencia respecto de las partes, salvaguardada por el carácter público de esos organismos, financiados asimismo con recursos públicos, (iv) la delimitación de los asuntos de los que conocen y (v) la obligatoriedad del sometimiento por las entidades financieras. Además, sacar del ámbito la resolución de los supervisores las reclamaciones supone privarles de una importante fuente

de información sobre el funcionamiento de las entidades supervisadas.

#### **6. LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR SIGUE SIENDO UNA PRIORIDAD EN LA REGULACIÓN EUROPEA**

En el ámbito financiero, la regulación que persigue la protección del inversor se articula por medio de (i) la concreción de actividades que requieren protección regulatoria, (ii) la fijación «normas de conducta» en su relación con los clientes y (iii) y el cumplimiento de determinados requisitos organizativos, orientados a permitir una mayor y mejor protección del inversor.

Esta regulación va más allá de los requisitos con finalidad prudencial y nos sitúa en un ámbito de regulación, el de conducta, en el que es de especial relevancia alcanzar elevados niveles de convergencia supervisora que contribuyan a impulsar la Unión de los Mercados de Capitales, fundamental en la integración del mercado y en la creación de oportunidades tanto para las entidades participantes como para los inversores.

#### **7. LA MAYORÍA DE LAS ENTIDADES QUE PRESTAN SERVICIOS DE ASESORAMIENTO SOBRE INVERSIONES, OPTARÁN POR LA FIGURA DE ASESOR NO INDEPENDIENTE**

MiFID II introduce como novedad la diferenciación entre el asesoramiento sobre inversiones «independiente» y el «no independiente». Esta distinción supone que si una entidad decide prestar asesoramiento independiente, deberá realizar una evaluación de un número suficiente de productos de diferentes proveedores antes de formular una recomendación personalizada. Asimismo, implica la prohibición de aceptar y conservar incentivos. No obstante, MiFID II establece una lista de tres ejemplos en los que considera que el incentivo estaría justificado, cabiendo otras situaciones que cumplirían con la exigencia. En el proyecto de Real Decreto que traspone



la Directiva al ordenamiento español, se ha optado por no incluir nuevos supuestos que permitan ampliar el abanico de opciones que permitan el cobro de retrocesiones.

A falta de conocer la legislación que finalmente se adopte en España, parece que en un primer momento, por la dificultad de cambiar el actual modelo de negocio, la mayoría de las entidades optarán por la figura de asesoramiento no independiente lo que les obligará a revisar sus actuales canales de venta si desean mantener la percepción de incentivos.

## **8. LA DIRECTIVA DE CRÉDITO HIPOTECARIO REQUERIRÁ LA ADAPTACIÓN DE LAS ENTIDADES A SUS NUEVAS NORMAS**

La Directiva de crédito hipotecario establece una serie de obligaciones para las entidades de crédito con el fin de reforzar la transparencia en la concesión de este tipo de créditos. Adicionalmente prevé que las entidades deban dar a los consumidores explicaciones adecuadas sobre el contrato y sobre posibles servicios accesorios, a los efectos de que puedan calibrar si son idóneos para ellos.

En España, las exigencias de información ya están en línea con lo dispuesto en la Directiva, a partir de la aprobación de la Orden de Transparencia Bancaria en 2011. No obstante, ni la terminología, ni el contenido de la información a proporcionar a los consumidores son del todo equivalentes, por lo que las entidades deberán llevar a cabo proyectos de adaptación para asegurar el cumplimiento de las normas de transposición que se aprueben en nuestro ordenamiento jurídico.

## **9. LA NORMATIVA MIFID II/MIFIR TENDRÁ UN IMPORTANTE IMPACTO EN TRANSPARENCIA Y PROTECCIÓN DEL INVERSOR EN LOS MERCADOS DE RENTA FIJA Y DERIVADOS**

Los cambios afectan a la forma de llevar a cabo las actividades de mercado de los participantes y

las infraestructuras que, en muchos casos, se asemejan a reglas de transparencia y protección ya vigentes en los mercados de renta variable.

Para la Renta Fija hay un nuevo régimen de transparencia pre negociación donde se visualizarán cotizaciones y volúmenes de las órdenes antes de su ejecución. Las entidades deben, además, cerciorarse de la equidad de los precios proporcionados a los clientes en el momento de ejecutar sus órdenes. Los participantes en el mercado estarán obligados a informar a ESMA con exactitud del momento en el que envían sus órdenes hacia los centros de contratación y/o ejecutan las operaciones.

En cuanto a los mercados de productos derivados, uno de los objetivos de la nueva regulación es el establecimiento de la obligación de negociación de los derivados OTC en mercados organizados, siempre que sea posible, y su compensación y liquidación en Entidades de Contrapartida Central, de tal manera que solo se negocien bilateralmente, o fuera de los Centros de Negociación, aquellos contratos realmente ilíquidos. Se ha creado una base de datos con los contratos disponibles en todos los Centros de Negociación de derivados en Europa (Financial Instrument Reference Data).

En relación con las obligaciones de los Centros de Negociación de derivados, MiFID II equipara las obligaciones que se exigen a éstos, ya sean Mercados Regulados o SMN. Habrá, asimismo, nuevas obligaciones organizativas y tecnológicas que deberán cumplir los Centros de Negociación en los supuestos en los que ofrezcan negociación algorítmica, así como medidas para fomentar la liquidez de los productos negociados.

## **10. EL RETO PARA LA BANCA DE LOS SERVICIOS FINTECH**

Las entidades bancarias deben estar preparadas y reaccionar ante la oferta de nuevos competidores que facilitan servicios a partir de las nuevas tecnologías –Fintech–. Dependiendo de cómo quede finalmente la regulación europea sobre



estas entidades, el negocio tradicional de la banca minorista puede verse en mayor o menor medida afectado.

España no debería quedar descolgada de la corriente de innovación financiera y prestar urgente atención al desarrollo de las Fintech y favorecer su competencia.

## **11. EL BIG DATA CONSTITUYE UNO DE LOS DESAFÍOS MÁS RELEVANTES PARA EL MERCADO FINANCIERO**

El Big Data es, sin duda, una de las innovaciones más importantes que han surgido de la revolución digital. Y aunque resulta incuestionable la utilidad de su aplicación a los procesos de decisión en el sector financiero, su aplicación no es sencilla y requiere de una especial sensibilidad en las entidades financieras para no vulnerar las garantías y principios de la protección de datos.

La aplicación de la doble regulación de protección de datos y de protección de los consumidores y usuarios –en el caso de personas físicas–, exige que las entidades financieras analicen de forma muy meticulosa todo el proceso mediante el que facilitan la información y obtienen el consentimiento del interesado, ya que cualquier defecto que afecte a alguna de estas dos normas, podría dar lugar no sólo a sanciones sino también a la nulidad del consentimiento contractual otorgado.

## **12. EL RETO DE LA CIBERSEGURIDAD**

Los riesgos asociados al uso de las nuevas tecnologías han crecido mucho en relevancia en los últimos años debido a la hiper conectividad de los sistemas de información, a la digitalización y robotización de muchas de las actividades productivas, y al desarrollo de plataformas e infraestructuras cada vez más sofisticadas y complejas. Esto ha provocado que las amenazas a la seguridad hayan virado su foco hacia el ciberespacio y que, en consecuencia, el modelo de seguridad informática tradicional no sea suficiente para gestionar este nuevo escenario.

Para enfrentarse a estos riesgos se requiere desarrollar en cada organización y desde los supervisores y mercados una estrategia global de ciberseguridad que incluya un marco de control y un modelo de gobierno claramente definido. Las medidas de seguridad deben desplegarse en varias líneas de defensa y abarcar tanto los ámbitos tecnológicos como organizativos. Asimismo, es necesario impulsar la ciberresiliencia, invirtiendo en nuevas capacidades y disponer de procedimientos de respuesta a los incidentes o ataques.

## **13. EL REGLAMENTO SOBRE EL FOLLETO DE OFERTA PÚBLICA O ADMISIÓN DE VALORES ES UN PASO ADELANTE EN LA UNIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES**

La aprobación del nuevo Reglamento 2017/1129 sobre el folleto de oferta pública o admisión a cotización de valores es un paso adecuado para avanzar hacia la Unión de Mercados de Capitales.

El Reglamento trata de eliminar las asimetrías de información, simplificar y reducir las cargas administrativas y los costes para la emisión de valores, y armonizar la divulgación de información de forma que permita el establecimiento de un mecanismo de pasaporte transfronterizo eficaz. En todo caso, resulta imprescindible asegurar que los ambiciosos efectos que pretende el Reglamento no se defrauden por el mantenimiento de reglas locales o prácticas internacionales diversas que, a la postre, den lugar a la necesidad de publicación de otros documentos o el cumplimiento de requisitos añadidos.

## **14. ES NECESARIA LA CONSOLIDACIÓN DE LA NORMATIVA EXISTENTE ASEGURANDO SU EFECTIVA APLICACIÓN**

Valoramos positivamente desde este Observatorio, el anuncio reciente de la CE de no seguir adelante con las medidas de reformas estructurales de la banca que perseguían la separación de



la actividad de banca de inversión de la de banca minorista, al considerar que sus objetivos están ya cubiertos por otras regulaciones. Es un claro ejemplo de lo que desde este Observatorio venimos reclamando y se señala en la introducción de estas conclusiones.

En este sentido, cabe esperar que a partir de la culminación de Basilea III y la entrada en vigor de

MiFID II, las prioridades regulatorias y supervisoras evolucionen hacia la consolidación de la efectiva aplicación de las normativa existente, incidiendo en la convergencia supervisora, el análisis de impactos y la estabilidad del marco regulatorio.

\*\*\*





# ESTADO DE LA REGULACIÓN SOBRE PROTECCIÓN DEL INVERSOR EN LA ADQUISICIÓN DE PRODUCTOS Y SERVICIOS DE INVERSIÓN (MIFIDII/MIFIR, IDD, PRIIPS)

**Ignacio Santillán**  
**Director General FOGAIN**

## 1. INTRODUCCIÓN

La protección de los inversores, en su faceta de clientes de entidades que prestan servicios de inversión, y, en particular, en lo que se refiere a la contratación de productos y servicios, sigue siendo una prioridad en la regulación a nivel de la Unión Europea.

Esta protección, desde una perspectiva regulatoria, se puede considerar que se conforma alrededor de un sistema de normas y medidas que está vivo y que, por definición, sigue un proceso de evaluación, revisión y modificación continuo, de lo que son evidencia las diferentes normas que en esta ocasión vamos a revisar brevemente.

Este sistema de normas de protección del inversor –en su faceta de cliente de entidades en el proceso de adquisición de productos servicios de inversión, y en este sentido nos referiremos aquí a «protección del inversor»– se articula por medio de (i) la identificación de las situaciones o actividades que requieren protección regulatoria, lo que podríamos denominar el perímetro de regulación (ii) la fijación de normas de trato a los clientes por parte de las entidades, genéricamente denominadas «normas de conducta» y (iii) la exigencia a las entidades del cumplimiento de determinados requisitos de medios y organizativos, orientados a permitir una mejor protección del inversor y, por tanto, más allá de los requisitos que tengan una finalidad prudencial.

La Directiva MIFID supuso, en este sentido, un primer paso de armonización en éstas y otras materias. Como ocurre siempre a nivel de la UE, las finalidades de política regulatoria deben acomodarse en los instrumentos regulatorios a su alcance. Así, determinadas finalidades, incardinables en alguno de los tres aspectos señalados, requieren incidir en piezas normativas diferentes. Este es el caso en materia de protección del inversor, como veremos.

A tal efecto, primero veremos cuáles son las piezas normativas concretas – en los tres Niveles normativos, sin considerar el cuarto nivel que, por definición, aún no ha sido desarrollado– cercanas a su plazo de implementación, y a continuación veremos qué nuevas medidas se han reflejado en ellas a nivel de la UE.

## 2. PIEZAS NORMATIVAS

Todas las piezas normativas que vamos a ver, tienen en común que se encuentran en un proceso de entrada en vigor e implementación, en breve. En el caso de la normativa MiFID II\_R y PRIIPS, desde enero de 2018 y en el caso de la IDD desde el 23 de febrero de 2018.

Por ello resulta tan pertinente su revisión, siquiera somera e indicativa dada su amplitud, en este Observatorio.



En concreto, en la materia que nos toca, estas piezas son las siguientes:

## 2.1. MIFID II\_R

Las piezas normativas de primer nivel son:

- 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.
- 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.

De segundo nivel hay numerosos Reglamentos y una Directiva. En materia de protección del inversor con el alcance que aquí lo analizamos, son más relevantes un Reglamento y la Directiva, en concreto:

- Directiva Delegada (UE) 2017/593 de la Comisión, de 7 de abril de 2016 por la que se complementa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la salvaguarda de los instrumentos financieros y los fondos pertenecientes a los clientes, las obligaciones en materia de gobernanza de productos y las normas aplicables a la entrega o percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios y
- Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

En Nivel 3 ESMA ha emitido las siguientes Guías:

- Directrices MiFID II sobre requerimientos para el gobierno de productos. Informe final (02.06.2017)
- Directrices sobre prácticas de venta cruzada (11.07.2016).
- Directrices para la evaluación de conocimientos y competencias (22.03.2016). Estas Directrices han sido seguidas por otras de la CNMV sobre esta materia.
- Directrices sobre instrumentos complejos de deuda y depósitos estructurados (04.02.2016).

Adicionalmente, ESMA ha elaborado un documento de Preguntas y Respuestas que actualiza de tiempo en tiempo, siendo su última actualización el 10 de julio de 2017.

Por lo que respecta a la normativa española, se ha sometido al proceso de Audiencia Pública un Borrador de Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y un Borrador de Real Decreto que la desarrolla, que tienen por finalidad, entre otras, la trasposición de MiFID II-R y, en lo que sea preciso, PRIIPS en derecho español.

Estos Borradores son por tanto, el germen de la trasposición en Derecho interno de las Directivas, y recogen, entre otras cosas, las opciones nacionales para las que las mismas dan margen.

## 2.2. PRIIPS

La referencia es el Reglamento 1286/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de noviembre de 2014, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros.

Si bien existen otros reglamentos de desarrollo, podemos identificar como el más relevante el Reglamento Delegado (UE) 2017/653 de la Comisión de 8 de marzo de 2017 por el que se completa el Reglamento (UE) n° 1286/2014 del Parla-



mento Europeo y del Consejo, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros, mediante el establecimiento de normas técnicas de regulación respecto a la presentación, el contenido, el examen y la revisión de los documentos de datos fundamentales y las condiciones para cumplir el requisito de suministro de dichos documentos.

En Nivel 3 el Joint Committee hizo público un documento de Preguntas y Respuestas el 4 de julio de 2017.

### 2.3. IDD

La referencia aquí es la Directiva 2016/97, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de enero de 2016, sobre distribución de seguros.

Esta Directiva, en línea –si bien más completa– con las modificaciones que ya introdujo la Directiva MiFID II en la Directiva 2002/92/CE, sobre intermediación de seguros, contiene un Capítulo VI, denominado «Requerimientos adicionales en relación con los productos de inversión basados en seguros».

En esta Directiva se prevé que determinados aspectos sean desarrollados por normas de segundo nivel. A tal efecto, EIOPA publicó el 1 de febrero de 2017 un asesoramiento técnico a la Comisión Europea en materias tales como gestión de conflictos de interés, incentivos y conveniencia e idoneidad.

Sobre dicha base, la Comisión Europea ha publicado un Borrador de Reglamento Delegado regulando estas materias, sometido a Audiencia Pública hasta el día 17 de agosto de 2017.

## 3. NUEVAS MEDIDAS DE PROTECCIÓN DEL INVERSOR

Como hemos señalado más arriba, la regulación en la UE en esta materia viene incidiendo –e incorpora novedades– en los tres aspectos señalados, el perímetro de la protección, las normas

de conducta y las exigencias organizativas y de medios.

### 3.1. PERÍMETRO DE PROTECCIÓN

La determinación del que hemos denominado perímetro de protección del inversor, sufre una doble modificación.

Por un lado, se extiende la protección a determinadas nuevas actividades, o que se identifican como nuevas a efectos regulatorios.

Por otro lado, se toma una aproximación transversal procurando similares niveles de protección a clientes– inversores– independientemente de que formalmente inviertan dentro del sector de los mercados de valores, de los seguros o bancario, estos dos últimos en relación con determinados productos.

#### 3.1.1. Actividades reservadas

Por lo que respecta al primero de los elementos, las actividades sometidas a reserva de actividad, MiFID II\_R no supone una novedad respecto de MiFID. Sin embargo, merece la pena mencionar aquí que las específicas situaciones potenciales de conflicto de interés en el ámbito del servicio de asesoramiento, han llevado en MiFID II\_R a establecer normas de conducta específicas cuando este servicio se preste de forma «independiente».

No se trata de un nuevo servicio de inversión, el de «asesoramiento independiente». De hecho, no se contiene en ningún apartado de la Directiva qué se considera «asesoramiento independiente» ni se define este concepto. Lo que se establece son específicas medidas– normas de conducta– cuando se manifieste al cliente que el servicio se presta de forma «independiente».

No obstante, el hecho es que, en la práctica, se habla de un servicio de asesoramiento independiente y otro de asesoramiento no independiente. Y ello es así porque, a pesar de ser el mismo servicio de inversión en ambos casos, el apellido «independiente» conlleva modificar el esquema de ingre-



sos por la prestación del mismo, extender el abanico de potenciales proveedores y prestar servicios adicionales al cliente. En suma, desde un punto de vista de negocio, prestar asesoramiento independiente o no independiente, sí tendrá implicaciones para las entidades más allá de lo que sería el cumplimiento de específicas normas de conducta.

### 3.1.2. Regulación transversal

Por lo que se refiere a la aproximación transversal de la protección del inversor, tenemos los siguientes elementos en la nueva normativa:

- Inclusión en MiFID II\_R de los depósitos estructurados, que se someten al cumplimiento de determinadas normas previstas en dicha Directiva. No se incluyen en el concepto de «instrumento financiero», sin embargo.
- Desarrollo de las normas de conducta y algunas organizativas en el ámbito asegurador, específicamente, en lo que se refiere a los contratos de seguros de vida que determinan su rendimiento por referencia a instrumentos financieros.
- Regulación del documento de información esencial para los denominados PRIIPS cuando se vayan a dirigir a clientes minoristas. Esta regulación incluye no solo instrumentos financieros empaquetados, sino también los depósitos estructurados y los contratos de seguros cuyo rendimiento se vincula a instrumentos financieros.

#### a) Depósitos estructurados

Se definen los depósitos estructurados como aquellos depósitos que prevén la devolución del total de lo depositado, donde el rendimiento se establece por referencia a riesgo de mercado, entendiendo por tal el derivado de índices, instrumentos financieros, materias primas, tipos de cambio, etc.

Estos depósitos se someten en su venta, con carácter general, a las normas de conducta apli-

cables a la venta de los instrumentos financieros, aun cuando no forman parte de este concepto. Por otro lado, se especifica que se cubrirán por los sistemas de garantía de inversiones, lo cual implica que se consideran producto de inversión en lugar de depósitos, a tal efecto.

#### b) Nuevas normas en el ámbito de los seguros

La Directiva de Distribución de Seguros (IDD) incorpora novedades, algunas ya establecidas por la MiFID II que modificaba en algunos extremos la previa Directiva 2002/92/CE, sobre mediación de seguros.

Por lo que toca a la distribución de productos de seguros vinculados a inversión, se incorporan –sobre las normas generales de protección de los clientes de entidades que venden o distribuyen seguros– normas en materia de gestión de conflictos de interés, de información a los clientes, de percepción de incentivos, y de evaluación de conveniencia e idoneidad.

Estas previsiones suponen un acercamiento de las normas aplicables a la venta de este tipo de seguros, a las normas de conducta que se aplican en el ámbito de los mercados de valores.

El considerando 10 de la Directiva es claro en este sentido, al señalar por un lado, que se debe procurar una protección similar de los consumidores a través de los diferentes sectores en similares condiciones, pero especificando, por otro, que en el caso de los seguros basados en inversiones, debe tenerse en cuenta también la «específica naturaleza de los contratos de seguros», lo cual justifica que sea en este ámbito de regulación y no en el propio de los mercados de valores, donde se contengan estas previsiones de protección del cliente de seguros, inversor en este caso.

#### c) PRIIPS

Esta norma regula la información a elaborar por el originador y a entregar por el distribuidor a sus clientes. Supone una novedad que se dé un trata-



miento similar a productos originados en ámbitos sectoriales diferentes, valores, bancario y seguros.

El Reglamento 1286/2014 y sus reglamentos delegados, complementados por el documento de Preguntas y Respuesta del Joint Committee, conforman el marco en que se debe desenvolver la elaboración por los emisores/originadores de productos empaquetados dirigidos a inversores minoristas de un documento (Key Investors Document o KID), cuya extensión no puede superar las tres hojas en tamaño DinA4 y que debe responder a una serie de preguntas que permitan al cliente (i) entender el producto que se les ofrece y (ii) poder comparar entre productos empaquetados que pueden ser alternativos para su inversión.

Este esfuerzo de normalización y comparabilidad ha sido importante y se ha precedido de procesos consultivos y normativos largos y prolivos.

Enero de 2018, por tanto –se produjo un retraso en la fecha de entrada en vigor, coherentemente con MiFID II\_R– esta normativa entrará en vigor.

No solo establece PRIIPS la obligación de elaborar este documento, sino la obligación de los distribuidores de entregarlo con suficiente antelación a los clientes.

Por lo que respecta al ámbito objetivo del reglamento, se centra en los productos empaquetados, aquellos en los que el resultado de la inversión viene determinado por activos en los que no se invierte directamente, incluyendo los depósitos estructurados– concepto definido en MiFID II\_R como hemos visto– y los contratos de seguros basados en inversión (unit links).

Especial mención merece la complejidad de la cumplimentación del apartado de costes, que deben incluir los costes implícitos y que ha sido objeto de discusión y de tratamiento en las Q&A del Joint Committee.

### 3.2. *NORMAS DE CONDUCTA*

Las medidas en materia de normas de conducta orientadas a la protección del inversor, las pode-

mos analizar en lo que toca a (i) obligaciones de información al cliente, (ii) medidas orientadas a la adaptación del producto o servicio a las necesidades y características del cliente y (iii) la gestión de situaciones de conflictos de interés.

#### 3.2.1. *Información al cliente*

Se mantiene en el sistema de protección del inversor a que nos referíamos al principio, la información como un elemento esencial.

Sobre el principio general de que hay que proveer al cliente de información sobre la entidad, los productos, los servicios, los costes y todos los aspectos que afecten al mismo y a sus inversiones, tanto en momentos previos a la contratación como tras ella, MiFID II es particularmente exigente en materia de información sobre costes, exigiendo que los costes implícitos y explícitos que no procedan del comportamiento de la inversión en sí, se informen al cliente, si bien permite que se informe de forma agregada, sin perjuicio de su desagregación a solicitud del cliente.

La aplicación práctica de esta exigencia, ha llevado a atender determinadas preguntas en su documento de preguntas y respuestas de ESMA, al respecto.

Sí resulta una obligación nueva el tener que informar al cliente de asesoramiento si se le presta un asesoramiento independiente o no, con las implicaciones que ello tiene y que hemos señalado más arriba, para el caso que se manifieste que se prestará de forma independiente.

Por último, en lo que toca a información sobre el producto, no cabe duda que la principal novedad es la entrada en vigor del reglamento PRIIPS en cuanto a la obligación de elaboración por el originador y entrega por el distribuidor al cliente, del KID que se haya elaborado para cada producto.

La aplicación efectiva de ambas normas –MiFID II y PRIIPS– en la relación con los clientes, deberán ir perfilando prácticas al respecto, tanto a nivel nacional y como europeo.



### 3.2.2. Adaptación del producto al perfil del cliente

La información solo no es suficiente. La regulación reacciona a esta insuficiencia estableciendo medidas que garanticen, en lo posible, la adaptación de los productos y servicios a las características y necesidades de los clientes.

Para ello, se reclama el concurso de las entidades –originadoras o distribuidoras– y de la aplicación de su know-how al respecto, para permitir en lo posible y dentro de determinados parámetros, que sean estas entidades las que velen por dicha adecuación.

Pero sobre esta medida, ya recogida en MIFID, se incorporan dos más en MiFID II\_R, a saber, (i) la fijación, dentro del establecimiento de una política de gobierno de producto, tanto por originadores como por distribuidores de un *mercado objetivo* a que se dirige cada producto y (ii) la capacidad de las autoridades de intervenir en caso que un producto o servicio se considere que supone una preocupación significativa para la protección del inversor, para la integridad y el funcionamiento ordenado de los mercados financieros, o para la estabilidad financiera.

Por lo que se refiere a la obligación ya establecida en MIFID de elaborar test de idoneidad y conveniencia como métodos de garantizar un cierto acomodo de los productos y servicios a las circunstancias y necesidades específicas del cliente, en un caso y a sus conocimientos y experiencia en el otro, continúan sustancialmente igual en MiFID II.

No obstante, sí hay algunas modificaciones a tomar en consideración, específicamente en cuanto a que el concepto de instrumentos financieros no complejos se ha limitado, limitando así también, los supuestos en que se puede prestar el servicio de «solo ejecución» sin elaboración de un test de conveniencia. Así, se establece ahora, por ejemplo, que los bonos o los depósitos estructurados no deben considerarse como no complejos cuando incluyan características que dificulten su entendimiento.

Por otro lado, como hemos señalado más arriba, IDD sí prevé la realización de estos test de idoneidad y conveniencia. Algunos aspectos

están aún pendientes de regulación de Nivel 2. En este sentido, los artículos 9 a 19 del Borrador de Reglamento de segundo nivel regulan con detalle estas materias adaptándolas al sector asegurador y su actividad, si bien se trata de una norma aún no aprobada en su texto definitivo.

Asimismo, ESMA ha sometido a Consulta Pública un proyecto de actualización de sus guías de 2012 sobre idoneidad, en la cual toma en consideración, entre otras cosas, los nuevos canales de prestación de servicios, específicamente de asesoramiento vía automatizada y telemática.

Pero al margen de estas novedades, como hemos señalado más arriba, resultan resaltables, las nuevas obligaciones en materia de gobierno de producto y las nuevas facultades de intervención de las autoridades.

#### **a) La obligación de fijar un gobierno de producto tanto por originadores como por distribuidores, se refuerza significativamente en MiFID II**

En particular, resulta novedoso el detalle con que tanto unos como otros deben fijar un *mercado objetivo* a que va dirigido cada producto concreto.

La adecuación de los productos y servicios al cliente en MIFID, se hacía descansar sustancialmente en la actuación de la entidad que tiene la relación directa con éste. De esta forma, es esa entidad –distribuidor la podemos denominar aquí– la que evalúa los conocimientos, y experiencia, o necesidades de inversión, en su caso, y la que debe conocer al cliente, y debe tratarle de forma honesta, profesional e imparcial, en su mejor interés. A esto se sumaba el régimen de gestión de conflictos de interés, de incentivos, de mejor ejecución, de información al cliente, de políticas, de la existencia de una función de cumplimiento, etc, que de un modo u otro, inciden en poder garantizar que los clientes puedan suscribir los productos que a ellos más les convienen.

MiFID II supone una evolución en este principio, pues fija unas limitaciones a los colectivos potenciales a que distribuir los productos a nivel





de originador del producto. De esta forma, se pueden dar situaciones contradictorias –cliente que por sus test y características podría adquirir un producto pero que no entra dentro del mercado objetivo fijado por el originador– o pueden darse situaciones en que la propia regulación no prevé que una entidad distribuidora tenga información suficiente para concluir si un cliente entra o no, dentro de dicho mercado objetivo (sería el caso de la mera intermediación en «solo ejecución», o donde solo se deban tener información sobre conveniencia del cliente).

Si bien ESMA intenta cuadrar ambas técnicas de protección de inversor en sus Directrices, habrá que seguir la aplicación práctica de esta cuestión para ir fijando buenas prácticas al respecto y solucionando situaciones que –como las señaladas– pueden darse en la práctica.

#### **b) Nuevas facultades de intervención de productos**

El Reglamento MIFIR otorga en sus artículos 40 al 43 la potestad de intervenir prohibiendo o restringiendo la comercialización o distribución de un producto o de una práctica dentro de la Unión a ESMA o a EBA, ésta respecto de los depósitos estructurados. También prevé esta capacidad para las autoridades nacionales, a nivel nacional.

Estas nuevas facultades deben ejercitarse solo cuando el resto de las medidas regulatorias se muestran ineficaces y en casos en que exista una preocupación significativa relativa a la protección del inversor o suponga una amenaza para la integridad y el funcionamiento ordenado de los mercados o para la estabilidad financiera.

Esta capacidad –ya existente y aplicada efectivamente en algunos Estados miembros– viene a suponer una modificación del principio de MIFID que hemos señalado en el apartado anterior, conforme al cual si un producto o servicio es una amenaza o es simplemente inadecuado para un cliente, es la entidad que tiene la relación directa con él quien debe evaluarlo y no vender, en su caso, dicho producto.

En este punto, MiFID II supera este principio, una vez más –como ya hace con la fijación de un *mercado objetivo* por el originador– y otorga capacidad a las autoridades europeas y nacionales para actuar al respecto.

Es claro que esta nueva capacidad debe ejercitarse con sumo cuidado por las autoridades y solo de forma totalmente justificada.

#### **3.2.3. Gestión de situaciones de conflicto de interés**

La prestación de servicios de inversión –y los procesos de adquisición de productos y servicios por los clientes no son una excepción– presentan escenarios de confluencia, en conflicto, de intereses. Estas situaciones de conflicto pueden resolverse en perjuicio de los clientes, y por ello la regulación establece normas orientadas a impedir que así sea.

La reacción de MIFID en este ámbito ya se centró en dos áreas de aproximaciones regulatorias diferentes. A saber, la gestión de conflictos de interés por un lado, y el régimen de incentivos, por otro.

#### **a) Gestión de conflictos de interés**

En lo que toca al primero de estos aspectos, no hay muchas novedades en MiFID II\_R, si bien sí en la IDD se profundiza en este asunto.

En el ámbito de seguros, la IDD prevé (art. 28, 4) que haya una Norma de segundo nivel donde la Comisión especifique las medidas esperables de una entidad para prevenir y gestionar conflictos de interés y para establecer qué tipo de conflictos pueden perjudicar a los clientes.

Como hemos señalado más arriba, la Comisión Europea ya ha publicado un borrador de Reglamento de segundo nivel que desarrolla estos aspectos en sus artículos 3 a 7.

#### **b) Incentivos:**

MiFID II\_R tiene una aproximación más limitativa que MIFID en materia de incentivos – mone-



tarios o no monetarios– que las entidades pueden cobrar o pagar.

Por otro lado, se prohíbe expresamente recibirlos o retenerlos en caso de asesoramiento independiente o de gestión de carteras.

Se vincula la recepción de incentivos a que dicha percepción sea contrapartida de una elevación en la calidad del servicio al cliente, aparte de por supuesto, no perjudicar el trato honesto profesional e imparcial al mismo.

Tres son los supuestos que prevé la Directiva delegada (art. 11) que puede considerarse que se eleva la calidad del servicio al cliente.

Son supuestos donde se prestan servicios añadidos al cliente, tales como prestación de asesoramiento no independiente combinado con ofrecer una gama amplia de productos, también de terceros; o con la prestación de servicios continuos –evaluación periódica de idoneidad o sobre asignación óptima;– o la oferta de una amplia gama de productos, con herramientas de valor añadido, con información objetiva, facilitando el seguimiento y modelación por el cliente, o con provisión de informes periódicos.

Este artículo 11 no constituye una lista exhaustiva. Uno de los temas más relevantes a determinar en la implementación en cada Estado miembro, es si se permiten incentivos en supuestos diferentes a los enumerados en la Directiva delegada o no. De ello dependerá la posibilidad real de desarrollar o no, determinados modelos de distribución.

El texto de los Borradores de transposición sometidos a Audiencia Pública, no prevén para España ningún supuesto adicional.

En el ámbito de los Seguros, la IDD no ha llegado a ser tan limitativa en materia de incentivos. El artículo 29 2, señala que para las entidades que vendan o distribuyan seguros basados en inversiones, se debe garantizar que la percepción de incentivos no perjudica el trato honesto profesional e imparcial el cliente, ni tiene un impacto negativo en el mismo, ni se cobra con incumplimiento de las normas generales de gestión de conflictos de interés.

Asimismo, se permite expresamente, que los Estados miembros puedan establecer normas

más restrictivas al respecto e incluso prohibir la percepción de incentivos.

Por otro lado, se delega en la Comisión para que señale cuándo se considera que estos incentivos cumplen con los requisitos señalados. El Borrador de Reglamento de segundo nivel, recoge en su artículo 8 una aproximación que invita a las entidades a evaluar caso por caso si tales requisitos se cumplen o no, para lo que propone determinados análisis de las circunstancias concurrentes que las entidades deben realizar.

Por tanto, en el ámbito de la distribución de productos de seguros indiciados a inversiones, la regulación no ha sido tan limitativa – la prohibición de incentivos está más causalizada caso por caso– como en el ámbito de las inversiones a través de valores o de instrumentos empaquetados sometidos a normativa de mercados de valores.

### 3.3. *REQUERIMIENTOS ORGANIZATIVOS Y DE MEDIOS*

La protección del inversor –con el alcance que aquí la estamos revisando– se ha acompañado de medidas organizativas y de medios de las entidades que se ha considerado por el regulador que inciden en la facultad de la entidad de cumplir con las normas de conducta.

Se trata, por tanto, de ámbitos de medios y organizativos que se superponen a los establecidos por razones prudenciales.

Sin ánimo exhaustivo –y a los efectos de evaluar las novedades al respecto– esto incluye un adecuado gobierno corporativo, una función de cumplimiento robusta, el establecimiento de barreras de información, el establecimiento de políticas retributivas compatibles con el cumplimiento de normas de conducta y una adecuada formación de los empleados que den información o asesoren sobre productos y servicios.

De una manera u otra, MiFID II\_R incide en estas materias. En lo que respecta a gobierno corporativo se exige experiencia a todos los consejeros, en lo que respecta a la función de cumplimiento se eleva a Nivel 1 y 2 las exigencias ya



contenidas en las Guías de ESMA, en cuanto a políticas retributivas ocurre algo similar y en materia de barreras de información –instrumento de gestión de conflictos de interés– no se contiene especiales novedades.

La exigencia a nivel comunitario de la grabación de las conversaciones e instrucciones de los clientes, es también nueva. Si bien ya se venía cumpliendo con esta obligación en España, el alcance es ahora mayor y plantea a las entidades su adaptación, en casos como por ejemplo, las instrucciones transmitidas de viva voz en directo.

Por último, la exigencia –anteriormente genérica– de que los empleados de las entidades que asesoran o que informan sobre productos a los clientes tengan unos adecuados conocimientos y experiencia está suponiendo una obligación de adaptación y de costes significativos para las entidades. Son varias las cuestiones abiertas en este ámbito. ESMA fijó en sus Directrices los conocimientos y experiencia mínimos que se esperan de estos empleados y unas Guías de la CNMV han desarrollado esta cuestión, permitiendo tanto la evaluación por las entidades como por evaluadores externos, al menos en este primer momento.

Esta cuestión deberá ser objeto de desarrollo con el tiempo.

#### 4. CONCLUSIONES Y CONSIDERACIONES.

La protección del inversor en su faceta de cliente de una entidad en la adquisición de productos y servicios de inversión, sigue siendo una preocupación de primer orden en la regulación europea.

Sobre la base de los principios y técnicas que MIFID ya estableció al respecto –y que determinan lo que podemos calificar de un sistema de protección del inversor– se ha querido por el regulador europeo atender determinados aspectos que se consideraban débiles o mejorables en dicho sistema.

Estas medidas regulatorias han venido a atender una aproximación transversal –seguros, banca, valores– dentro de lo posible, si bien en la distribución de los seguros basados en inversión no se alcanzan los mismos niveles –o la técnica regulato-

ria es diferente– en materias como los incentivos.

Se produce también un refuerzo en la normalización y comparabilidad de la información a los clientes minoristas respecto de los productos empaquetados (PRIIPS) y una limitación en el principio consistente en que es el distribuidor –en términos amplios– quien determina los productos o servicios adecuados al cliente, incluyendo una limitación fijada por el originador del producto al fijar el *mercado objetivo* y la posibilidad de las autoridades de limitar o prohibir la comercialización de determinados productos o la realización de determinadas operativas.

Por otro lado, se produce una profundización en determinados aspectos ya previamente regulados en MIFID. Así, el régimen de información al cliente, la mayor limitación a los incentivos, o el régimen del asesoramiento cuando se presenta como «independiente».

Por otro lado, aspectos organizativos también son más desarrollados respecto de MIFID, resultando especialmente relevante el nuevo régimen de registro de comunicaciones con los clientes y las exigencias más concretas de conocimientos y experiencia de empleados.

Son muchas las implicaciones de MiFID II\_R, IDD y PRIIPS para las entidades. Son muchas las novedades. Y salvo en el caso de PRIIPS, nos encontramos aún con Directivas, con potenciales implementaciones diferentes en diferentes estados miembros.

Estamos, por tanto, ante un ámbito de regulación que requerirá un seguimiento de su implementación y la interrelación entre todas las piezas que lo componen, donde será de especial relevancia la actividad de las autoridades europeas y particularmente de ESMA –pero también EBA, EIOPA y el Joint Committee– en tratar de alcanzar elevados niveles de convergencia supervisora, ámbito en el que ya viene trabajando intensamente, como muestran sus Guías y documentos de Preguntas y Respuestas.

También será necesario evaluar cómo se implementa toda esta normativa, y el modo en que, en la práctica, va a afectar a los modelos de negocio de unas entidades y otras.





# LA TRANSPARENCIA DEL CRÉDITO HIPOTECARIO

Gregorio Arranz

## RESUMEN EJECUTIVO

En este artículo se hace un repaso de cómo el tema de la transparencia en la concesión de los préstamos hipotecarios ha sido abordado desde un punto de vista institucional a lo largo del tiempo, tanto en la Unión Europea como en nuestro país.

La transparencia, junto a la responsabilidad en la concesión de los préstamos<sup>1</sup>, constituyen los dos elementos clave en cualquier regulación tutiva de los consumidores.

Veremos cómo tras un primer periodo en el que es la propia industria la que –vía autorregulación– intenta dar soluciones, claramente se impone la solución heterorreguladora, algo incuestionable tras aprobarse la Directiva 2014/17/UE, de 4 de febrero, sobre los contratos de crédito celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial (en adelante, la Directiva).

La solución normativa (heterorregulación) fue la adoptada en España al aprobarse ya la primera Orden de transparencia de los préstamos hipotecarios en 1994. España fue pues pionera a la hora de legislar sobre la materia.

Recientemente, en nuestro país ha adquirido también enorme importancia la intervención de los Tribunales, que han acuñado el concepto de transparencia material («comprensibilidad real») frente al de transparencia formal (contenidos informativos en la documentación). La nueva dimensión de la transparencia ha adquirido tanta

importancia, que en el Anteproyecto de Ley reguladora de los contratos de crédito inmobiliario –última pieza legislativa, todavía en tramitación, y que servirá para transponer la Directiva y regular otras cuestiones– la comprobación del cumplimiento del principio de la transparencia material por parte de los notarios adquiere especial relieve.

El trabajo concluye con unas Conclusiones en las que valoramos el proceso normativo y nos manifestamos bastante críticos con las soluciones que el Anteproyecto contiene.

## 1. LA REGULACIÓN EUROPEA DE LA TRANSPARENCIA.

### 1.1. ETAPA PREVIA A LA DIRECTIVA SOBRE PRÉSTAMO HIPOTECARIO (DIRECTIVA 2014/17/UE)

#### 1.1.1. *El Código de Conducta Europeo de 2001*

La primera disposición sobre transparencia en el ámbito europeo lo constituye el Código de Conducta del 2001.

El Código constituye además uno de los ejemplos más típicos de corregulación en Europa. Se trata de texto fruto de las negociaciones entre asociaciones de prestamistas y consumidores, que la CE hizo suyo a través de una Recomendación a la que brevemente vamos a hacer referencia a continuación (Recomendación 2001/19/CE). Previamente la Comisión había participado en la definición de los contenidos y objetivos de la iniciativa y estuvo permanentemente informada de las negociaciones.

<sup>1</sup> *Vid* nuestra colaboración en este Observatorio «El Préstamo responsable en la UE», en 2010.



El Código puede ser suscrito individualmente por las entidades con independencia de que sus asociaciones hayan o no participado en el proceso de negociación. La Comisión llevaría un registro público central de entidades prestamistas, indicando si se han adherido o no al Código y supervisará el cumplimiento de las recomendaciones, valorando su efectividad. En el Preámbulo de la Recomendación la CE no descarta legislar en el futuro si ello fuera necesario, por resultar insuficiente una Recomendación, como efectivamente ha ocurrido con la Directiva de 2014.

El Código incluye dos anexos que constituyen su efectivo contenido regulatorio, ambos referidos a la información precontractual:

El primero incluye la información general, no personalizada, a dar a los consumidores.

El segundo, el más importante y completo, incluye la información personalizada que se debe dar a los consumidores que ya han mostrado interés en el préstamo aportando algún dato personal. Este segundo documento se conoce como ESIS (European Standard Information Sheet). No se trata de una oferta vinculante sino de una hoja de contenido puramente informativo, pero que obviamente debe ser fidedigno.

El sistema difirió del español recogido en la OM de 5 de mayo de 1994 sobre transparencia de los préstamos hipotecarios, lo que impidió a las entidades españolas adherirse en su día al Código Europeo.

El documento invitaba a los Estados que tuvieran legislación específica en esta materia a que la adaptaran e intentasen integrar su contenido en el formato ESIS.

La diferenciación entre información general y personalizada se incorporó a la Directiva y también fue recogida, como veremos, por la Orden de Transparencia de 2011.

### 1.1.2. *El Working Paper de la Comisión Europea sobre préstamo responsable (21 de julio de 2010)*

Se trata del antecedente más inmediato de la actual Directiva y, aunque el documento se centra

como dice su nombre en la problemática del préstamo responsable, también contiene alguna referencia a la transparencia.

La Comisión pretendía que la futura directiva regulase con detalle la información precontractual. Se distingue, como hace el Código de Conducta, entre una información general y otra personalizada, que tiene en cuenta los datos proporcionados por el potencial cliente, esta última similar a la recogida en las ESIS.

La información personalizada permite al consumidor elegir entre las diversas ofertas que le hagan, lo que se llama «shopping around».

El futuro prestatario –según este documento– debe tener derecho a conocer anticipadamente el contenido del contrato. A diferencia de lo que ocurría en España en la Orden de 1994, no se preveía, sin embargo, ningún mecanismo de oferta vinculante, figura que la industria (especialmente la Federación Hipotecaria Europea) entonces rechazaba con firmeza.

La inclusión de advertencias sobre el riesgo de pérdida del inmueble o, en su caso, sobre el tipo de cambio, es algo que también se completaba. Así mismo, se preveía que la información supone también dar explicaciones sobre el producto, de forma que el consumidor pueda determinar si es adecuado a sus necesidades y situación financiera.

Por otra parte, el Documento optaba por un periodo de reflexión de 10 días a contar desde la entrega de la información personalizada (las ESIS). Sin embargo, el cliente podría renunciar a este plazo y firmar el contrato con anterioridad. Se trata de una medida que en aquellos años la industria no se veía como necesaria. Normalmente el prestatario quiere disponer «desde ya» del dinero y la decisión de pedir un préstamo hipotecario no suele ser precipitada, además el plazo de los 10 días parecía pecar de arbitrista y no tiene en cuenta las prácticas de cada país.

En todo caso, el énfasis se ponía por la industria en una adecuada regulación de la posible renuncia al plazo, debiendo la futura legislación europea permitir la renuncia tácita y que el mismo sea breve.





## 1.2. LA DIRECTIVA 2014/17/UE

El Capítulo 4 de la Directiva se titula «Información y prácticas previas a la celebración del contrato de crédito» y es el que tiene una relación más directa con el tema de la transparencia.

En este apartado, deberíamos distinguir cinco aspectos:

### a) Publicidad y comunicaciones comerciales.

#### a.1. Principio general.

Según la Directiva los Estados miembros exigirán que las comunicaciones publicitarias y comerciales sobre los contratos de crédito sean leales y claras y no resulten engañosas. En particular, se prohibirá toda redacción que pueda generar en el consumidor falsas expectativas sobre la disponibilidad o el coste de un crédito.

#### a.2. Información básica sobre la publicidad.

Cuando la publicidad haga referencia al coste del crédito, deberá incluirse en la misma un abundante número de extremos que a continuación enumeramos:

- a) la identidad del prestamista,
- b) cuando proceda, que el contrato de crédito estará garantizado por una hipoteca o por otra garantía comparable sobre bienes inmuebles de uso residencial, o por un derecho relativo a un bien inmueble. Hay que recordar que la Directiva no solo se refiere al préstamo hipotecario-aun siendo este el más frecuente-sino a cualquier financiación a favor de los consumidores para adquirir viviendas.
- c) el tipo deudor, indicando si es fijo, variable o una combinación de ambos, junto con información sobre los gastos incluidos, en su caso, en el coste total del crédito para el consumidor;
- d) el importe total del crédito;
- e) la TAE; que se incluirá en la publicidad de forma igualmente destacada, al menos, que cualquier tipo de interés;
- f) cuando proceda, la duración del contrato de crédito;

- g) cuando proceda, el importe de los pagos a plazos;
- h) cuando proceda, el importe total adeudado por el consumidor;
- i) cuando proceda, el número de pagos a plazos;
- j) cuando proceda, una advertencia sobre el hecho de que las posibles fluctuaciones del tipo de cambio podrían afectar al importe adeudado por el consumidor.

Llama la atención la gran cantidad de información que debe incluir ya la publicidad algo que contrasta con la actual regulación española muy centrada en el control por el Banco de España (Circular 6/2010), siendo algunos extremos más propios de la Información general de la que a continuación hablamos.

### b Información general.

Siguiendo los antecedentes europeos arriba señalados, y muy especialmente lo previsto en el Código de Conducta de 2001, la Directiva mantiene la distinción entre una información previa, general, y por tanto todavía no personalizada, y una información posterior, ya en fase precontractual, dirigida un consumidor especialmente interesado y que tiene en cuenta sus características personales.

Los prestamistas deben proporcionar a todo posible interesado en un préstamo información general que comprenda:

- a) la identidad y dirección geográfica de quien emite la información (banco o intermediario de crédito, figura ésta ampliamente regulada en el Capítulo 11 de la Directiva);
- b) los fines para los que puede emplearse el crédito;
- c) las formas de garantía, cuando proceda, incluyendo la posibilidad de que esté situada en otro Estado miembro (la perspectiva *crossborder* nunca puede faltar en una norma comunitaria);
- d) la duración posible de los contratos de crédito;
- e) las formas de tipo deudor disponible, indicando si este es fijo o variable o una



combinación de ambos, con una breve descripción de las características de los tipos fijos y variables, incluyendo sus implicaciones para el consumidor;

f) cuando puedan contratarse créditos en moneda extranjera, una indicación de la misma, explicando las implicaciones que tiene para el consumidor la denominación de un crédito en moneda extranjera;

g) un ejemplo representativo del importe total del crédito, del coste total del crédito para el consumidor, del importe total adeudado por el consumidor y de la TAE;

h) una indicación de otros posibles costes, no incluidos en el coste total del crédito, para el consumidor que deban pagarse en relación con un contrato de crédito;

i) la gama de las diversas opciones existentes para reembolsar el crédito al prestamista (incluyendo el número, la periodicidad y el importe de las cuotas de reembolso);

j) cuando proceda, una declaración clara y concisa de que el cumplimiento de los términos y condiciones de los contratos de crédito no garantiza el reembolso del importe total del crédito en virtud del contrato de crédito;

k) una descripción de las condiciones relacionadas directamente con el reembolso anticipado;

l) una indicación de si es necesario tasar el bien inmueble y, si procede, de quién es responsable de garantizar que se lleve a cabo la evaluación, y de si se originan costes conexos para el consumidor;

m) una indicación de los servicios accesorios que el consumidor esté obligado a contratar para obtener el crédito o para obtenerlo en las condiciones ofrecidas y, si ha lugar, la aclaración de que los servicios accesorios pueden contratarse con un proveedor distinto del prestamista, y

n) una advertencia general sobre las posibles consecuencias de no cumplir los compromisos asociados al contrato de crédito.

La enumeración es amplia y gran parte de los extremos citados aparecen luego regulados-a veces con bastante detalle-en la propia Directiva.

### c) Información precontractual.

Cuando el consumidor muestre un interés inicial en el préstamo, los prestamistas deben ofrecerle información, ahora ya personalizada, que le permita comparar entre los créditos disponibles en el mercado, evaluar sus implicaciones y tomar una decisión fundada.

Desde el punto de vista temporal, esta información ha de darse una vez que el consumidor haya dado la información necesaria sobre sus necesidades, situación financiera y preferencias (elemento fundamental para evaluar su solvencia, algo a lo que más adelante se refiere la Directiva y que conecta con el otro principio clave referido al préstamo responsable. La información debe darse, en todo caso, con suficiente antelación respecto del momento en que el consumidor quede vinculado por cualquier contrato u oferta de crédito, figura de la que a continuación hablamos.

Esta información personalizada se facilitará en un formato único para toda la UE, que aparece en un Anexo II a la propia Directiva (FEIN – Ficha Europea de Información Normalizada). El contenido es muy parecido al de las ESIS que aparecían en el Código de Conducta Europeo y es realmente completo a la vez que bastante didáctico, no obstante la complejidad técnica de algunos de los epígrafes.

Si los Estados exigen alguna información adicional, ésta no se puede incluir en la FEIN, sino necesariamente en un documento aparte que podrá adjuntarse a aquella.

### d) Oferta vinculante.<sup>2</sup>

La Directiva obliga también a los prestamistas a entregarles una oferta vinculante.

La oferta vinculante incluirá normalmente las FEIN, aunque cabe que el legislador nacional

---

<sup>2</sup> El sistema de oferta vinculante no es de aplicación en aquellos Estados que contemplan un sistema de desistimiento tras el contrato.



imponga que éstas se entreguen en un momento previo. Además, la oferta incluirá necesariamente el proyecto de contrato, algo bastante lógico y que simplifica notablemente el proceso contractual

La oferta debe mantenerse durante siete días como mínimo, a modo de periodo de reflexión, durante el cual el consumidor dispondrá de tiempo suficiente para comparar las ofertas, evaluar sus implicaciones y tomar una decisión con conocimiento de causa. El plazo es vinculante en principio solo para el banco, salvo que el legislador contemple «un periodo de enfriamiento», a respetar necesariamente por el consumidor, que no podría superar los diez días.

Aunque como vimos arriba la industria inicialmente se manifestó en contra de cualquier sistema de oferta vinculante, hay que reconocer que la solución de la Directiva es bastante equilibrada, sobre todo por prever un plazo breve y que el consumidor no debe forzosamente agotarlo.

#### e) **Explicaciones adecuadas.**

Con independencia de lo anterior, la Directiva prevé que las entidades deben dar a los consumidores explicaciones adecuadas sobre el contrato y sobre posibles servicios accesorios, a los efectos de que puedan calibrar si son idóneos para ellos.

La explicación se referirá a:

- La información precontractual, a la que ya hemos hecho referencia.
- Las características principales de los préstamos para el consumidor, con especial referencia a las consecuencias del impago, advertencia esta de especial relevancia.
- En el caso de que el préstamo se ofrezca con algún producto combinado (v.gr. un seguro) sí cabe rescindirse cada elemento por separado y las implicaciones que tendría para el consumidor.

Este instrumento informativo –en nuestra opinión– debería tener especial importancia,

pues es el que permite al banco desarrollar una cierta labor didáctica con su cliente indicándole, de forma totalmente personalizada y cercana, las principales características y riesgos del producto que se ofrece.

Un adecuado desarrollo de estas explicaciones, dejando constancia de las mismas y por supuesto sancionando su no realización, relativizaría (no eliminaría) la importancia del papel asesor de los notarios y sobre todo haría innecesaria la complejísima intervención notarial que el Anteproyecto implementa y a la que luego nos referiremos.

## 2. LA SITUACIÓN EN ESPAÑA.

### 2.1. *LA ORDEN DE 5 DE MAYO DE 1994 SOBRE TRANSPARENCIA DE LAS CONDICIONES FINANCIERAS DE LOS PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS*

La Orden de 1994 sobre transparencia se anticipa veinte años a la aprobación de la Directiva sobre la materia. Con la perspectiva que ofrece el paso del tiempo creemos que claramente fue una buena idea regular esta materia.

Desde el punto de vista subjetivo, la Orden protege a todas las personas físicas adquirentes de viviendas, no solo a los consumidores, algo que será la tónica de las normas españolas posteriores, si bien limitaba a veinticinco millones de pesetas el importe de los préstamos.

La Orden –en primer lugar– regulaba la entrega de un folleto informativo con un contenido determinado y especial atención a los gastos preparatorios.

Además, se contemplaba por primera vez la figura de la oferta vinculante para la entidad, que debería incluir condiciones las financieras, siguiendo la estructura de las cláusulas financieras del préstamo hipotecario, recogidas en un anexo diferente. Su validez sería al menos de diez días. Hay que señalar que el clausulado estándar que recogía esta Orden era en la práctica obliga-



torio pues su dispensa requería una solicitud razonada dirigida a la D.G. del Tesoro y Política Financiera cuya utilización fue infrecuente.

La Orden ya atribuía un papel muy relevante a los notarios, quienes— más allá de su función genérica de asesoramiento— debían comprobar especialmente la concordancia entre las condiciones de la oferta vinculante y las cláusulas de la minuta de escritura, así como hacer determinadas advertencias en el supuesto de préstamos a interés variable, especialmente en el caso de establecerse limitaciones a su variación (con especial advertencia si los límites al alza o a la baja no eran iguales).

## 2.2. *ORDEN EHA/2899/2011, DE 28 DE OCTUBRE, DE TRANSPARENCIA Y PROTECCIÓN DEL CLIENTE DE SERVICIOS BANCARIOS*

La Orden contiene una regulación específica referida a la transparencia de los préstamos hipotecarios. El texto es una continuación y superación del anterior en este punto y, aunque no va solo referido a la transparencia del préstamo hipotecario, nosotros nos ceñiremos a esta. Se trata de un texto previo a la Directiva pero que tiene en cuenta sus previsiones pues ya estaba en fase de preparación.

Exponemos a continuación los principales elementos de la Orden:

### a) *Ficha de Información Precontractual (FIPRE)*

La Orden obliga a dar a los clientes potenciales «información clara y suficiente sobre los préstamos que ofertan» utilizando una ficha recogida en su Anexo I.

### b) *Ficha de información personalizada (FIPER)*

Presupone su entrega que el cliente ha facilitado ya información sobre «sus necesidades de financiación, situación financiera y preferencias».

La FIPRE (recogida en el Anexo II de la Orden) contiene ya información personalizada y permite al prestatario comparar entre las diferentes ofertas del mercado y, en suma, tomar una «decisión fundada sobre si debe o no suscribir el contrato».

La Ficha es de entrega obligatoria, gratuita y previa a cualquier vinculación con el cliente e inmodificable, por lo que cualquier posible información adicional a la misma debe incorporarse en un documento aparte como anexo.

Estos dos documentos son muy similares a la información general y a la contractual normalizada (FEIN, antiguas ESIS) que la Directiva contempla.

### c) *Oferta vinculante*

La entidad está obligada a entregar una oferta vinculante solo cuando el cliente lo solicite, en este sentido la solución difería de la prevista en la Directiva, donde la presentación de esta oferta es siempre obligatoria, como vimos. La vinculación es solo para la entidad y su duración, salvo circunstancias extraordinarias, será de al menos catorce días naturales, periodo que duplica el de la Directiva. Presupone la voluntad de contratar por ambas partes, la existencia de la tasación (algo fundamental en la financiación hipotecaria), así como la realización de las comprobaciones registrales pertinentes y sobre la capacidad financiera del cliente (la Orden no desconoce el principio de préstamo responsable dedicándole algunos preceptos).

La oferta vinculante se facilitará mediante un documento coincidente con la FIPER, en el que se especificará que se trata de una oferta vinculante y su plazo de vigencia. Cabe que la FIPER y oferta se entreguen al mismo tiempo, subsumiéndose ambas en un mismo documento.

En cuanto a la intervención notarial, esta Orden es continuadora y a la vez superadora de las soluciones de la del 94, al prever un control intenso por parte de estos funcionarios, algo que —como veremos— los tribunales no han tenido demasiado en cuenta.



Así, el cliente tiene en primer lugar el derecho a examinar el proyecto de escritura tres días hábiles antes de su otorgamiento en la notaría, algo renunciable solo cuando el mismo tenga lugar en la propia notaría. Por otro lado, se regula con cierto detalle el papel asesor de los notarios y los casos en que deben formular especiales advertencias.

La Orden regula especialmente que dicho asesoramiento se refiera a:

- la información adicional que hay que dar sobre los instrumentos de cobertura del riesgo de tipo de interés.
- la información adicional sobre cláusulas suelo y techo. El notario debe informar especialmente «sobre las diferencias entre los límites al alza y a la baja y ,de manera especial, si se ha establecido únicamente un límite máximo a la bajada de tipo de interés». Vemos pues que en relación con este punto, objeto posteriormente de varios pronunciamientos judiciales, la intervención de los notarios estaba ya especialmente acotada.

La información sobre los préstamos a tipos de interés variable, con una clara preferencia por los tipos de interés oficiales que la propia Orden relaciona.

La función asesora se proyecta especialmente sobre los extremos que acabamos de citar, pero no solo respecto a ellos (*v. gr.* préstamos en divisas, compensación por desistimiento). Poco después, la Ley 1/2013 superpuso la obligación de incluir una manifestación manuscrita del prestatario, para los préstamos en divisas o que incluyeran cláusulas suelo o mecanismos de cobertura, medida que no han servido para mucho por lo que luego se expone.

Finalmente, la Orden también contiene una regulación, referida no solo a los préstamos hipotecarios y no muy detallada, de las explicaciones adicionales que en línea con lo previsto en la normativa europea deben dar los bancos.

### 2.3. *EL IMPACTO DE LA JURISPRUDENCIA DE LOS TRIBUNALES DE JUSTICIA EN LA NORMATIVA NACIONAL*

El tema de la transparencia de la contratación se ha visto altamente afectado en nuestro país por los pronunciamientos judiciales sobre el tema. A raíz de la última crisis se produce un importante proceso de «erosión judicial» de gran parte del bloque legislativo relacionado con el préstamo hipotecario.

Aunque la mayoría de las sentencias inciden en aspectos sustantivos, no directamente relacionados con la Orden de Transparencia, (*v. gr.* causas de resolución anticipada, intereses de demora, restricciones procesales a la invocación de la abusividad de una cláusula), sí hay otras que al anular ciertas cláusulas contractuales, tachadas de abusivas, de alguna forma cuestionan la suficiencia de las soluciones de la citada Orden.

La primera y más importante en esta dirección fue la del Tribunal Supremo de 9 de mayo de 2013, que cuestionó la forma de utilización de cláusulas suelo por ciertas entidades bancarias, aunque aparentemente en su actuación las mismas habían cumplido con las previsiones de la citada Orden. La resolución judicial citada –por otra parte– ignora la intervención notarial que era una de las piezas claves del sistema tuitivo diseñado.

Esta sentencia consagra por primera vez la distinción entre transparencia formal y material, destacando la importancia de esta segunda, cuyo control de cumplimiento reviste una gran importancia en la economía del Anteproyecto de Ley reguladora de los contratos inmobiliarios a la que enseguida nos referiremos.

La transparencia formal, según esta sentencia y las que le siguieron (por ejemplo, Sentencia del TS de 23 diciembre de 2015), consiste en la transparencia documental. Esto es la incorporación de ciertas cláusulas e informaciones en los contratos, que en España venían exigidas principalmente por la Orden de Transparencia.

Frente al anterior concepto, la transparencia material hace referencia a un conocimiento o «comprensibilidad real» de una cláusula determi-





nada. Se trata de un tema en apariencia muy sugerente, pero que en la práctica puede generar difíciles problemas de prueba –por su tremenda subjetividad– y, en suma, crear situaciones de clara inseguridad jurídica.

Hay que destacar que este concepto de transparencia es totalmente ajeno a la Directiva donde la protección de los consumidores en esta área descansa –como vimos– en la claridad y carácter muy completo de la información escrita que los bancos deben dar a los mismos (uniforme a nivel europeo) y en la labor explicativa que deben realizar los bancos.

### 3. ANTEPROYECTO DE LEY REGULADORA DE LOS CONTRATOS INMOBILIARIOS<sup>3</sup>

El Capítulo II del Anteproyecto se titula «Normas de transparencia», si bien solo la Sección I «Disposiciones generales» se refiere a estas. Hay que recordar que la Directiva debería haber estado plenamente transpuesta en marzo de 2016.

Hay que distinguir entre la regulación de la transparencia formal (inspirada en la Directiva) y el control sobre el cumplimiento del principio de la transparencia material.

#### 3.1. TRANSPARENCIA FORMAL

Tras enunciar el principio de «actuación honesta, imparcial, transparente y profesional» en la concesión de crédito y declarar el carácter gratuito de todas las obligaciones de información que la futura Ley incluirá, se establece la obligación a cargo del prestamista de entregar al prestatario, con una antelación mínima de siete días a la firma del contrato, los siguientes documentos informativos.

- a) La Ficha Europea de Información Normalizada (FEIN), que tendrá la consideración

---

<sup>3</sup> Cuando escribimos estas líneas, 4 de octubre de 2017, utilizamos el texto remitido al Consejo de Estado, último disponible a dicha la fecha.

de oferta vinculante para la entidad durante un plazo de siete días desde su entrega.

- b) Una Ficha de Advertencias Estandarizadas (FiAE), en la que se informará al prestatario de la existencia de las cláusulas o elementos relevantes, debiendo incluir, al menos, una referencia, en su caso, a los índices oficiales de referencia utilizados para fijar el tipos de interés aplicable, a la existencia de límites mínimos en el tipo de interés aplicable como consecuencia de la variación a la baja de los índices o tipos de interés a los que aquel esté referenciado, a la posibilidad de que se produzca el vencimiento anticipado del préstamo como consecuencia del impago de cierto número de cuotas y los gastos derivados de ello, a la distribución de los gastos asociados a la concesión del préstamo y que se trata de un préstamo en moneda extranjera.
- c) Además, en caso de tratarse de un préstamo a tipo de interés variable, debe entregarse un documento separado con una referencia especial a las cuotas periódicas a satisfacer por el prestatario en diferentes escenarios de evolución de los tipos de interés.
- d) Una copia del proyecto de contrato, cuyo contenido deberá ajustarse al contenido de los documentos referidos en las letras anteriores e incluirá, de forma desglosada, la totalidad de los gastos asociados a la firma del contrato, especificando los gastos estimados que corresponden al arancel notarial, a los derechos registrales, al impuesto de transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados y a los costes de labores de gestoría.
- e) Cuando el prestamista requiera al prestatario la suscripción de una póliza de seguro en garantía del cumplimiento de las obligaciones del contrato de préstamo, así como la suscripción de un seguro de daños respecto del inmueble objeto de hipoteca y del resto de seguros previstos en la normativa del mercado hipotecario, deberá entregar al prestatario por escrito las con-





diciones de las garantías del seguro que exige. Se trata de una exigencia de la propia Directiva para los supuestos de *binding* o vinculación.

- f) Cuando esté previsto que el préstamo se formalice en escritura pública, lo normal dada la importancia que en nuestro país tiene la financiación hipotecaria, la advertencia al prestatario de la obligación de recibir asesoramiento personalizado y gratuito del notario que elija para la autorización de la escritura pública, sobre el contenido y las consecuencias de la información contenida en la documentación que se entrega a la que acabamos de referirnos.

La documentación también deberá remitirse –por vía telemática– a la notaría que corresponda.

De acuerdo con la Directiva, FEIN, proyecto de contrato y oferta vinculante –aunque conceptualmente distinto–, coinciden documentalmente. Se opta así acertadamente por un sistema de oferta vinculante, huyéndose de la figura del derecho al desistimiento que hubiera distorsionado nuestra práctica contractual.

La Disposición Final XII del Anteproyecto contiene una amplia habilitación para que el Gobierno desarrolle todo lo relativo a la transparencia formal, incluidas las cláusulas que los contratos habrán de tratar de forma expresa e incluso la implantación de un modelo de contrato de préstamo uso voluntario. Por otra parte, la Disposición Transitoria IV declara la vigencia transitoria de la Orden de Transparencia de 2011 hasta que se produzca el desarrollo normativo de la futura Ley, algo admisible como mal menor ya que la regulación todavía vigente no difiere mucho en sus soluciones de las de la propia Directiva.

Llama la atención la escasa regulación que el Anteproyecto contiene de la transparencia, no transponiendo importantes piezas de la Directiva. La colaboración reglamentaria puede estar justificada pero la Ley debería mencionar ya –aunque fuera de forma muy somera– todos los elementos más relevantes de la Directiva, máxi-

me cuando esta se transpone con enorme retraso. Así llama especialmente la atención que no se diga nada sobre la publicidad o las llamadas explicaciones adecuadas.

### 3.2. TRANSPARENCIA MATERIAL

El Anteproyecto, para garantizar el cumplimiento del principio de transparencia material tal como ha sido elaborado por el Tribunal Supremo, opta por atribuir un papel de enorme importancia a los notarios.

Así, se contempla que dentro del periodo de siete días anteriores al otorgamiento de la escritura (periodo en que, como vimos, ya tiene el prestatario toda la documentación respecto del préstamo) éste deberá comparecer ante el notario elegido, el cual verificará la suficiencia de la documentación remitida. Acreditada dicha suficiencia y con carácter previo al otorgamiento de la escritura, el notario hará constar en un acta los siguientes puntos:

- a) El cumplimiento de los plazos legalmente previstos de puesta a disposición del prestatario de los documentos arriba descritos.
- b) Las cuestiones planteadas por el prestatario y el asesoramiento prestado por el notario. A este respecto deberán recogerse las pruebas realizadas por el prestatario de entendimiento de diversos ejemplos de aplicación práctica de las cláusulas financieras, en diversos escenarios de coyuntura económica, en especial de las relativas a tipos de interés y en su caso de los instrumentos de cobertura de riesgos financieros suscritos con ocasión del préstamo.
- c) En todo caso, el notario deberá informar individualizadamente, haciendo constar en el acta que ha prestado asesoramiento relativo a las cláusulas específicas recogidas en la FEIN y en la FIAE, de manera individualizada y con referencia expresa a cada una, sin que sea suficiente una afirmación genérica.



- d) Igualmente, y en presencia del notario, el prestatario responderá a un test que tendrá por objeto concretar la documentación entregada y la información suministrada.
- e) La manifestación manuscrita y firmada por el prestatario, en la que declare que ha recibido, con una antelación mínima de siete días, los documentos descritos en él, así como que comprende y acepta su contenido, y que entiende los riesgos jurídicos y económicos de la operación.

El prestatario—sigue diciendo el texto— debe comparecer como tarde el día anterior al otorgamiento de la escritura. Si no quedara acreditado documentalmente el cumplimiento en tiempo y forma de las obligaciones previstas de entrega de información o si no se compareciese para recibir el asesoramiento en el plazo señalado de siete días, el notario expresará en el acta esta circunstancia. En este caso, no podrá autorizarse la escritura pública de préstamo.

A los efectos de cumplir con el principio de transparencia en su vertiente material, el contenido del acta se presumirá—según el Anteproyecto— veraz e íntegro, y hará prueba del asesoramiento prestado por el notario y de la manifestación de que el prestatario comprende y acepta el contenido de los documentos descritos (todo ello de conformidad con al artículo 17 bis apartado 2.b) de la Ley del Notariado, y al artículo 319 de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil).

En la escritura pública de préstamo el notario autorizante insertará una reseña identificativa del acta a la que se refieren los apartados anteriores.

Los registradores no inscribirán ninguna escritura donde no figure la citada reseña.

El acta y el asesoramiento no generarán coste arancelario alguno, ni para el consumidor ni para el prestamista.

El mecanismo descrito es realmente muy prolijo y obligará a los prestatarios a comparecer probablemente dos veces en la notaría. Se atribuye un papel en exceso protagonista a los notarios,

en aras de asegurar una transparencia material que es como vimos una idea ajena a la Directiva. Por otra parte, el carácter un tanto etéreo de esta categoría, ¿quién puede asegurar que al final el prestatario conoce exactamente el alcance de lo que firma, más allá de las manifestaciones formales? Nos suscita la duda de si, no obstante lo sofisticado del mecanismo interventor diseñado, de verdad conseguirá la finalidad pretendida.

#### 4. CONCLUSIONES

1. En Europa, hasta la Directiva del 2014, ha predominado claramente el principio de autorregulación a la hora de tratar el tema de la transparencia en la actividad crediticia hipotecaria.
2. No obstante lo anterior, en España, desde la Orden de Transparencia de 1994, ha regido (creemos que de forma acertada) un sistema basado en normas que obligatoriamente deberían cumplir los bancos, como mejor forma de asegurar su actuación transparente.
3. La Directiva centra la defensa de los consumidores en dos principios: el de préstamo responsable y el de transparencia que es el de que nos ocupamos en este artículo. Transparencia no es otra cosa que los bancos prestamistas den información clara y completa en cada fase del proceso para conceder un préstamo: publicidad, información general, información personalizada unida en su caso a una oferta vinculante y finalmente ofrecimiento de explicaciones adicionales para cerciorarse al máximo que el prestatario conoce el producto que adquiere.
4. La Orden de 2011, aunque formalmente posterior a la Directiva, es coetánea en su elaboración y constituye una regulación muy completa con soluciones en su mayor parte coincidentes con la de la norma comunitaria.
5. La normativa española siempre otorgó un intenso papel tuitivo a los notarios, sin parangón en otras jurisdicciones.



6. No obstante la corrección en términos generales de la normativa sobre transparencia, se ha producido en los últimos años una notable erosión judicial del marco normativo aplicable a los préstamos hipotecarios. Pero hay que destacar que la mayoría de los pronunciamientos judiciales no se han basado en la falta de transparencia del clausulado de los contratos sino en aspectos más sustantivos, considerándose así abusivas ciertas cláusulas en materia de resolución anticipada o sobre intereses de demora e incluso cuestionándose ciertas reglas procesales por impedir la invocación de la abusividad de las cláusulas contractuales en los procesos ejecutivos.
7. Por falta de transparencia solo se han cuestionado la utilización que algunas entidades hicieron de las cláusulas suelo. Destaca la sentencia del Tribunal Supremo de 9 de mayo de 2013 que introduce la distinción entre transparencia formal y material, sirviendo este último concepto para cuestionar el empleo que se hizo en algún caso de dichas cláusulas.
8. El concepto de transparencia material es totalmente ajeno a la filosofía de la Directiva y sobre todo es muy difícil de aprehender por su vaguedad. Su prueba en algunos casos será casi imposible ya que parece ser indemostrable el determinar hasta donde llega en ocasiones el conocimiento humano de una específica cuestión («comprensibilidad real»).
9. El Anteproyecto de ley reguladora de los contratos inmobiliarios es, a nuestro juicio, bastante deficiente en lo relativo a la transparencia, ya que regula de forma incompleta la transparencia formal (única prevista en la Directiva ) e instaura un complejo mecanismo para que los notarios controlen si concurre una genuina transparencia material, algo que además, insistimos, es imposible de asegurar totalmente que se da; pareciendo además olvidar el importantísimo rol protector que los notarios tenían ya tradicionalmente asignado.





# RETOS Y TENDENCIAS REGULATORIAS EN EL SECTOR BANCARIO

**Mario Delgado Alfaro**  
**Socio Regulación Financiera, EY**

## 1. INTRODUCCIÓN: LA REFORMA REGULATORIA CONTINÚA

En 2017 se cumple el décimo aniversario del estallido de la crisis financiera global. La crisis marcó el inicio de una serie de medidas extraordinarias de política económica junto con una profunda revisión de la regulación financiera. Esa revisión perseguía un doble objetivo, reducir la probabilidad de nuevas crisis y minimizar el coste de las que eventualmente pudieran producirse.

En el ámbito bancario la reforma abarcó prácticamente todas las dimensiones del sector:

- En solvencia, el área tradicionalmente más regulada se exigió más cantidad y calidad de capital.
- En liquidez se introdujeron nuevos requerimientos para reforzar su control a corto y largo plazo en las entidades.
- La reforma afectó también al gobierno corporativo, con especial énfasis en la profesionalización y el control interno de riesgos.
- Se introdujeron requerimientos para reforzar la fortaleza de los bancos, como la obligación de contar con marcos de apetito al riesgo, planes de recuperación y la generalización de los tests de estrés.

En el área de conducta, la reforma se orientó a reforzar la protección del consumidor y el alineamiento de intereses de la entidad con sus clientes y la generación de valor a largo plazo.

Asimismo, surge una nueva área de regulación, la resolución bancaria, dirigida a que sean los accionistas y acreedores quienes soporten principalmente los costes de las crisis de entidades bancarias.

Las reformas afectaron también al ámbito institucional. En Europa se crearon las agencias supervisoras europeas (ESAs, según sus siglas en inglés<sup>1</sup>), dirigidas a armonizar la regulación y las prácticas supervisoras. Pero, sobre todo, surge la Unión Bancaria para los países de la zona euro y abierta a todos los países de la UE, en la que se crea un supervisor único (el Banco Central Europeo, BCE) y una autoridad única de resolución (la Junta Única de Resolución, JUR).

No obstante, a pesar de esta intensa actividad regulatoria, todavía quedan desarrollos pendientes que tendrán igualmente un alto impacto en el sector. Algunos de esos desarrollos pretenden culminar parte de las reformas mencionadas anteriormente en aspectos todavía no concluidos. En otros casos se trata de abordar nuevas cuestiones regulatorias como las planteadas por el impacto de las nuevas tecnologías en el negocio bancario.

En este contexto, surgen varios debates.

En primer lugar, existen voces que apuntan a la necesidad de una «pausa regulatoria» e, incluso,

---

<sup>1</sup> La Autoridad Bancaria Europea (EBA), la Autoridad Europea de Mercados y Valores (ESMA) y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA).



una cierta desregulación. Se justifica esta línea por el impacto combinado de la carga regulatoria con el de otros retos que presionan la cuenta de resultados como los bajos tipos de interés, los nuevos competidores o, para algunas entidades, la presencia todavía alta de activos improductivos.

Frente a este enfoque, desde los principales foros regulatorios se defiende que unos bancos bien capitalizados, con alta liquidez y sólidos son una necesidad y no un obstáculo para la estabilidad financiera y la provisión de crédito sostenible a la economía real. Sí se admite en todo caso que, paulatinamente, el foco debe tender a centrarse en la aplicación de las reformas aprobadas, el análisis de sus resultados y la estabilidad del marco regulatorio.

En segundo lugar, y relacionado con el debate anterior, surge la cuestión de la necesidad de coordinación internacional e intersectorial. Es importante que las tendencias regulatorias sean consistentes en las distintas jurisdicciones para evitar fragmentaciones.

Un tercer debate es el de la proporcionalidad. Cada vez más está presente la preocupación porque la regulación no imponga cargas innecesarias, especialmente a la luz del tamaño y complejidad de ciertas entidades, en general en áreas como reporte regulatorio, remuneraciones o requerimientos de gobierno.

A continuación se repasan las principales tendencias regulatorias en marcha, desde una perspectiva fundamentalmente europea. Sin ánimo de cubrir de forma exhaustiva todas las reformas en marcha, los desarrollos regulatorios se agrupan en cuatro bloques: revisión del marco institucional en Europa, regulación de solvencia y liquidez y repaso de otras áreas de regulación (como las relacionadas con Fintech y ciberseguridad, gestión de activos improductivos o índices de referencia). Finalmente, se analizan otros desarrollos internacionales en EEUU y los relacionados con el Brexit.

## 2. REVISIÓN DEL MARCO INSTITUCIONAL

Como hemos dicho, el marco institucional en la UE se ha reforzado sustancialmente en los últi-

mos años, fundamentalmente a través de la creación de las agencias sectoriales de supervisión y a través de la Unión Bancaria. En ambos frentes hay planes de actuación.

### 2.1. CULMINACIÓN DE LA UNIÓN BANCARIA

El objetivo de la Unión Bancaria fue hacer de la zona euro una jurisdicción bancaria única. En el momento de su concepción se entendió por los líderes europeos que la Unión Bancaria era necesaria para la viabilidad del euro y para romper el círculo vicioso soberano – bancario.

La consecución de este objetivo se sustenta en una serie de elementos: una regulación única –común para toda la UE–, una supervisión única (pilar 1 de la Unión Bancaria), una resolución bancaria única (pilar 2) y un Fondo de Garantía de Depósitos único (pilar 3). Los dos primeros pilares están desarrollados y operativos. El último, sin embargo, está todavía pendiente. No obstante, es un complemento necesario puesto que supone el cierre de la Unión Bancaria en la medida en que iguala legal y materialmente la protección de los depósitos cubiertos en toda la zona euro.

En Noviembre 2015 la Comisión Europea presentó una propuesta de Fondo de Garantía de Depósitos Único (EDIS según sus siglas en inglés) que operaría en tres fases: reaseguro hasta 2020, co-aseguro desde entonces y mutualización completa a partir de 2024. No obstante, debido a su alta sensibilidad la propuesta no llegó a generar consenso.

Ante la falta de avance, la Comisión ha publicado una nueva propuesta<sup>2</sup> con un menor alcance que pretende abordar las objeciones encontradas en este periodo. Así, la Comisión propone un esquema en el que, en una primera fase, habría un sistema de re-aseguro (los fondos de garantía nacionales se apoyarían con liquidez pero no con absorción de pérdidas). El compromiso de re-ase-

<sup>2</sup> European Commission; Communication on completing the Banking Union, October 2017.





guro empezaría en un 30% en 2019 y llegaría al 90% en 2021. A continuación se abriría la posibilidad de una fase de co-aseguro.

El salto de fase no sería automático sino que quedaría ligado a garantías de que los bancos cubiertos sean lo suficientemente robustos por sí mismos. Para ello, durante la fase de re-aseguro podría acometerse un ejercicio de revisión de calidad de activos focalizado en activos improductivos y activos poco líquidos y de difícil valoración. Esta condición responde a la preocupación planteada por varios países al discutirse la propuesta original de la Comisión. En la fase de co-aseguro, los fondos nacionales y el EDIS contribuirían en paralelo a absorber pérdidas, empezando con una contribución máxima del 30% el primer año que iría subiendo gradualmente.

Con esta propuesta la Comisión pretende completar la Unión Bancaria a la vez que atiende a la preocupación sobre riesgo moral y compartición de riesgos que varios países han venido manifestando.

## 2.2. REVISIÓN DE LAS AUTORIDADES EUROPEAS DE SUPERVISIÓN

La Comisión Europea, en el contexto de los trabajos sobre Unión Bancaria y Unión del Mercado de Capitales ha presentado una propuesta de reforma de las Autoridades Europeas de Supervisión<sup>3</sup>, para promover un enfoque supervisor más integrado; por dos razones fundamentales, porque un marco regulatorio consistente facilita las actividades financieras transfronterizas y porque una supervisión inadecuada en un país puede ser fuente de riesgos para otro así como de distorsión competitiva. Para ello, la Comisión realiza una serie de propuestas:

- Reforzar los poderes supervisores de las tres ESA para garantizar la convergencia

<sup>3</sup> European Commission; Communication on reinforcing supervision to strengthen Capital Markets Union and financial integration in a changing environment; September 2017.

supervisora (por ejemplo a través de revisiones independientes de las actividades de las autoridades nacionales y de fijación de prioridades supervisoras).

- En el sector bancario, el BCE ya da consistencia supervisora en la zona euro, pero la EBA contribuye a armonizar regulación y prácticas supervisoras entre los países participantes en la Unión Bancaria y los países europeos no adscritos.
- Se propone ampliar la capacidad supervisora directa de ESMA para extenderla a nuevas áreas en las que el elemento transnacional lo justifique.
- EIOPA, por su parte, tendrá mayor papel en coordinar la autorización de los modelos de medición de riesgos en aseguradoras y reaseguradoras.

La Comisión defiende que estos avances redundarán en una mayor calidad y convergencia en la supervisión en la UE. Su propuesta es que estas medidas se discutan por el Consejo y Parlamento y sean aprobadas antes del final del actual periodo legislativo en 2019.

## 3. MARCO DE SOLVENCIA Y LIQUIDEZ

El área de solvencia y liquidez se revisó significativamente con la aprobación de Basilea III en 2010 que implicó, entre otras cosas, un aumento de los requerimientos de capital en términos de cantidad y calidad, así como el establecimiento de nuevos requerimientos de liquidez y de apalancamiento. Este marco –todavía en fase de aplicación gradual– dejó aún así varios elementos pendientes de desarrollo. A esos elementos, dada su variedad, relevancia e impacto previsible, se les ha venido a denominar informalmente como «Basilea IV» (si bien, técnicamente son la conclusión del marco Basilea III).

En materia de solvencia, los desarrollos pendientes se refieren a la revisión de la medición de riesgos. En general, la medición de riesgos puede hacerse siguiendo un enfoque estándar



común para todas las entidades o bien a través de modelos internos de cada entidad que deben ser validados por el supervisor. Las revisiones en marcha se refieren en general a ambas formas de medición. Los objetivos son lograr una mayor sensibilidad al riesgo, promover la sencillez en la medición y facilitar la comparabilidad entre distintas entidades y jurisdicciones.

La revisión es muy ambiciosa cubriendo varias áreas:

- Riesgos de pilar 1 (es decir, riesgos que generan requerimiento general mínimo de capital con el que deben cumplir todas las entidades): revisión del riesgo de crédito, del riesgo de mercado y del riesgo operacional.
- Riesgos de pilar 2 (es decir, que generan requerimiento de capital solo caso a caso para cada banco): riesgo de tipo de interés –entre otros–.
- Asimismo, cubre también la introducción de un ratio de apalancamiento y la revisión del régimen de supervisión de grandes riesgos.

En todo caso la revisión es más amplia y cubre también otras áreas como, desde el punto de vista de liquidez, el ratio de financiación estable neta.

Desde la óptica europea, este conjunto de reformas puede dividirse en dos bloques. Hay una serie de medidas ya acordadas en Basilea –junto con otras específicamente europeas– para las cuales la Comisión Europea ya ha presentado en noviembre 2016 la propuesta legislativa correspondiente (conocida como «paquete CRD V, CRR II y BRRD II»<sup>4</sup>). Estas propuestas están actualmente en discusión en el Consejo y en el Parlamento. Por otro lado existen otra serie de medidas todavía en discusión en Basilea y que, cuando se aprueben, requerirán un nuevo paquete legislativo en Europa para su transposición.

---

<sup>4</sup> Capital Requirements Directive V (CRD V), Capital Requirements Regulation II (CRR II) y Banking Recovery and Resolution Directive II (BRRD II).

### 3.1. PAQUETE LEGISLATIVO CRD V, CRR II Y BRRD II

De los temas señalados antes, los cubiertos en este paquete son los relativos a riesgo de mercado, riesgo de tipo de interés, ratio de apalancamiento, transposición del TLAC al régimen europeo, régimen de grandes riesgos, ratio de financiación estable neta a los que se añaden otras cuestiones específicamente europeas como la revisión de los requerimientos de reporte regulatorio y los requerimientos estructurales para filiales de terceros países<sup>5</sup>.

#### 3.1.1. *Riesgo de Mercado*

Es el riesgo de sufrir pérdidas como consecuencia de los movimientos en el valor de mercado de las exposiciones. Aplica a los activos incluidos en el llamado «trading book» (es decir, aquellos activos para los que existe intención de venta en el corto plazo o de obtención de beneficio por el movimiento de precios en el corto plazo). Las reformas propuestas se refieren a:

- Delimitación más objetiva de los activos incluidos en el «trading book», desligando el criterio contable de disponibilidad para la venta del criterio para la gestión de riesgos. Asimismo, se desincentiva el movimiento de activos entre el «trading» y el «banking book» (básicamente los activos que en principio se mantienen hasta vencimiento) con el fin de evitar arbitrajes de capital.
- Aumentar la sensibilidad de la medición al riesgo. Para ello se revisa el modelo estandarizado de medición del riesgo y, respecto de los modelos internos se endurecen los requisitos de acceso a su uso y los procedimientos de aprobación. Esto responde a la variabilidad detectada en la pondera-

---

<sup>5</sup> Estos son los elementos que se describen en el artículo; no obstante, el paquete es más amplio.



ción de riesgo de estos activos como resultado de los distintos modelos de medición usados.

### 3.1.2. *Riesgo de tipo de interés en el «Banking Book»*

Es el riesgo para los ingresos o el capital por movimientos adversos de tipos de interés con impacto en el *banking book*. En Basilea se discutió si incorporarlo como riesgo de pilar 1 pero finalmente se ha mantenido como riesgo de pilar 2, si bien se impone un refuerzo del gobierno del riesgo, incluyendo diseño de políticas y límites así como su análisis en el ICAAP (es decir en la auto-evaluación que cada banco realizar de sus necesidades de capital). A esto se añade una supervisión más estricta, incluyendo tests de estrés específicos. De hecho, el BCE ha realizado en 2017 un ejercicio de sensibilidad a los tipos de interés en los bancos de la zona euro para testar su resiliencia en esta área. Finalmente, se aumentan los requerimientos de transparencia (pilar 3).

### 3.1.3. *Ratio de apalancamiento*

El ratio de apalancamiento es una medición del capital sin ponderación de riesgo. Se introdujo en Basilea III como una forma sencilla, transparente y no basada en ponderaciones de riesgo de medir el capital de forma complementaria a la medición tradicional –basada en riesgos. Se define como el ratio entre el capital y una medición del nivel total de exposiciones basada en el total de activos con una serie de ajustes. La propuesta de CRR II introduce la obligatoriedad de cumplir con un ratio mínimo del 3%. Asimismo, está en discusión en Basilea la posibilidad de introducir un requerimiento adicional para G-SIBs.

### 3.1.4. *Revisión del MREL y transposición del TLAC*

El MREL es un requerimiento –parecido al de capital– que surge en el marco del nuevo régimen de resolución bancaria. Se trata de un col-

chón de pasivos para los que, en caso de resolución, la aplicación del «bail-in» sería especialmente factible y creíble. En general debe cumplirse con pasivos a más de un año y que no tengan consideración de preferentes, o con cualquier otro pasivo más junior. El requerimiento se introdujo en Europa en 2014 a través de la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria. La propuesta de revisión obedece a la necesidad de aclarar ciertos aspectos y adaptarlo a los desarrollos internacionales.

- En primer lugar, se compatibiliza con el TLAC, que es un requerimiento similar diseñado por el FSB aplicable a las G-SIBs (mientras que el MREL se aplica a todas las entidades). Así, el MREL para las G-SIBs recoge los requerimientos del TLAC en cantidad (mínimo del 16%, o 18% a partir de 2021, con un posible incremento caso a caso) y calidad (requerimiento de subordinación).
- Se introduce una nueva categoría de deuda, la llamada «deuda senior no preferente», que facilita el cumplimiento de subordinación –requerido para las G-SIBs e imponible caso a caso para el resto de entidades–.
- El requerimiento de MREL se calibrará de modo que recoja la potencial necesidad de absorción de pérdidas en resolución así como la posterior necesidad de recapitalización más una serie de ajustes dirigidos fundamentalmente a reflejar las consideraciones sobre resolubilidad de cada entidad. Asimismo, puede añadirse un «MREL-guidance» similar a como ocurre en el pilar 2 en el régimen de capital.

### 3.1.5. *Grandes riesgos («Large exposures»)*

El régimen de grandes exposiciones pretende abordar el riesgo de que una contrapartida relevante incumpla. Se consideran grandes riesgos aquellas exposiciones que suponen, por lo menos, un 10% del Tier 1 de un banco. La reforma propuesta acota varios elementos. En primer



lugar, que la referencia para la medición no es el capital total sino el Tier 1. Asimismo, se concreta la forma de medir la exposición y los requerimientos de información al supervisor. Adicionalmente, se fija un límite máximo del 25% para una exposición a una sola contraparte (límite del 15% para exposiciones entre G-SIBs). Finalmente se desarrollan los mitigantes de riesgo admisibles. La razón de reformar estos elementos es que existían diferencias en su tratamiento en distintas jurisdicciones.

### 3.1.6. *Ratio de Financiación Estable Neta*

El ratio de financiación estable neta (NFSR según sus siglas en inglés) se define como la proporción entre la financiación estable disponible y las necesidades de financiación estable. Su objetivo es asegurar que los bancos tienen suficiente financiación estable como para cubrir su actividad durante de un año. Se introdujo como obligación de reporte en la CRD IV y en la CRR pero sin fijar el mínimo requerido y sin definir los factores de ponderación para medir la estabilidad.

La reforma propuesta recoge un requerimiento del 100%, de modo que la financiación estable disponible (ASF, según sus siglas en inglés) sea igual o superior a la financiación estable requerida (NFSR). Para estimar la ASF, se concreta la ponderación de los pasivos por factores que pretenden reflejar su estabilidad. Para la estimación del RSF la propuesta recoge la ponderación de los activos, con mayor ponderación cuanto menor sea su liquidez.

### 3.1.7. *Requerimientos regulatorios de información*

Por razones de proporcionalidad, la propuesta incluye una revisión de las obligaciones de reporte regulatorio por parte de las entidades más pequeñas, de forma que se reduzca la carga regulatoria sobre ellas. A estos efectos se considera entidad pequeña las menores de 1.500 millones de euros (en media de balance de los últimos 4 años).

### 3.1.7. *Requerimientos estructurales para las filiales de terceros países*

El paquete legislativo de la Comisión introduce un nuevo requisito por el que entidades extranjeras que operen en la UE deberán crear una Compañía de holding intermedia. La propuesta, similar a la norma americana, afectaría a todas las filiales de entidades extranjeras sistémicas globales (G-SIB) que operen en la UE y a todas las filiales de bancos no UE que estén presentes en más de dos Estados Miembros de la UE y tengan unos activos totales superiores a los treinta mil millones de euros de activos.

Con este nuevo requerimiento, la Comisión pretende fortalecer la capacidad de las autoridades europeas para supervisar y controlar adecuadamente los riesgos de entidades financieras de terceros países en terreno europeo.

El paquete CRD V/CRR II/BRRD II está todavía en fase de negociación. Dos de sus elementos están en procedimiento acelerado (fast track): el ya citado de creación de la nueva categoría de pasivos (“deuda senior no preferente”) y otro relativo a una introducción gradual de los efectos del régimen contable IFRS 9.

## 3.2. *CULMINACIÓN DE BASILEA III*

Abordamos a continuación el resto de reformas pendientes para la culminación de Basilea III que no están incluidas en el paquete anterior: el suelo de capital, la revisión del riesgo de crédito y la revisión de riesgo operativo<sup>6</sup>.

### 3.2.1. *Suelo de capital*

Es uno de los elementos clave del nuevo paquete. Se trata de que el nivel de activos ponderados por riesgo de una entidad que utilice modelos internos no pueda ser inferior a un determinado

---

<sup>6</sup> De nuevo, la lista no es exhaustiva sino una selección de elementos destacados.



porcentaje de los activos ponderados por riesgo que tendría en caso de seguir el enfoque estándar. La fijación de este suelo permite reducir la variabilidad en la densidad de activos entre entidades y, en este sentido, es un complemento del ratio de apalancamiento. En el momento de cierre de este artículo la calibración del suelo está todavía en fase de discusión y podría situarse en una franja entre el 70 y 80%.

### 3.2.2. *Revisión del riesgo de crédito*

Esta revisión es muy importante puesto que es el riesgo fundamental en la mayor parte de los bancos. La revisión se refiere tanto al método estándar como a los modelos internos.

En el enfoque estándar el objetivo es reforzarlo para darle más granularidad y sensibilidad al riesgo a la vez que se mantenga relativamente sencillo. Asimismo, para evitar dependencias mecanicistas de las calificaciones crediticias externas se pide a los bancos que las complementen con juicios cualitativos internos.

En cuanto a los modelos internos, al igual que para otros riesgos, los objetivos son reducir la complejidad y la variabilidad excesiva en los requerimientos de capital por riesgo de crédito así como facilitar la comparabilidad entre entidades. En este sentido, se introducen requerimientos más exigentes para la estimación de las variables del modelo como la probabilidad de impago (PD) y las pérdidas en caso de impago (LGD). Asimismo, ciertas exposiciones se excluyen de los modelos internos y deberán seguir por tanto en todo caso el enfoque estándar (bancos, grandes empresas y exposiciones a capital).

### 3.2.3. *Riesgo operacional*

Es el riesgo derivado de pérdidas por procesos internos y sistemas inadecuados o por fallos en éstos, por errores humanos, o por acontecimientos externos. La revisión implica la eliminación de los modelos internos para este riesgo, dada su excesiva complejidad y la subsiguiente falta de

comparabilidad. Se introduce en su lugar el «Enfoque Estandarizado de Medición» (SMA) como único método para medir este riesgo y se basa en un «indicador de negocio» (que a su vez considera tres fuentes de ingresos) y en la experiencia pasada de la entidad.

Estas reformas están ya acordadas técnicamente en Basilea con excepción de la citada sobre el suelo de capital. Una vez que todas se aprueben conjuntamente, procederá su traslado a regulación europea.

### 3.3. *IMPACTO DE LAS REFORMAS*

Las reformas descritas tendrán un impacto significativo en la banca por varias vías:

- La revisión de la medición de riesgos puede resultar en aumentos del requerimiento absoluto de capital, vía mayores activos ponderados por riesgo.
- El ratio de apalancamiento, por su parte, afectará especialmente a aquellas entidades más expuestas a activos de baja ponderación en riesgos y, en menor medida, a las entidades con modelos más tradicionales.
- Por su parte, la construcción del requerimiento de MREL supone un reto significativo, especialmente para las entidades con menor experiencia en emisión en mercados.
- Asimismo, las reformas exigen esfuerzos en materia de sistemas de información, producción de datos y capacidad de modelización.

## 4. *OTRAS ÁREAS DE DESARROLLOS REGULATORIOS*

El ámbito prudencial no es el único en el que la agenda regulatoria es intensa. En este apartado se exploran brevemente otras tendencias regulatorias con alto impacto en el sector bancario, como son las regulaciones relacionadas con los desarrollos tecnológicos, la gestión de activos improductivos, los índices de referencia para los





préstamos interbancarios y las reformas estructurales.

#### 4.1. REGULACIÓN SOBRE LOS DESARROLLOS TECNOLÓGICOS

Las autoridades están dedicando una atención y esfuerzos crecientes al impacto de los nuevos desarrollos tecnológicos en la banca, lo cual se está reflejando en la regulación y la supervisión. Esa atención se observa claramente en el mundo de las Fintech y de la ciberseguridad. Asimismo, regulaciones como la Segunda Directiva de Servicios de Pago (PSD2 según sus siglas en inglés) amplían las oportunidades de competencia por parte de nuevos operadores.

##### 4.1.1. Regulación sobre Fintech

Se denomina Fintech a los operadores que utilizan las nuevas tecnología para la provisión de servicios financieros concretos y, por tanto, con cobertura regulatoria y supervisora variable dependiendo de cada caso.

El Comité de Basilea ha emitido en agosto de 2017 una serie de recomendaciones<sup>7</sup> para entidades y para supervisores en esta materia. Las principales recomendaciones a supervisores son las siguientes:

- Equilibrar la solidez y seguridad del sistema financiero con la promoción de la innovación.
- Cooperar con otras autoridades sectoriales e internacionales.
- Promover la formación de sus equipos en áreas tecnológicas.
- Revisar el marco supervisor, regulatorio y de licencias a la luz de los nuevos riesgos derivados de nuevos productos y modelos de negocio.

La EBA, por su parte, en un informe monográfico de agosto 2017<sup>8</sup> señala que, por el momento, el tratamiento regulatorio de las FinTech está realizándose a nivel nacional, lo cual puede derivar en problemas de igualdad de tratamiento y arbitraje regulatorio en busca del tratamiento regulatorio más favorable. En ese sentido, la EBA se ha marcado, entre otras, las siguientes áreas de trabajo en relación a las FinTech.

- Análisis de la necesidad de armonizar los «sandbox» regulatorios existentes. En diversas jurisdicciones se han desarrollado distintas formas de «sandbox regulatorio». Estas iniciativas permiten a entidades financieras y no financieras un espacio controlado en el que probar productos innovadores en un entorno regulatorio más flexible – de modo que puedan no cumplir todos los requerimientos regulatorios. El objetivo es proporcionar un marco favorable para la innovación sin descuidar la protección al consumidor. Para ello, la autoridad valida el componente innovador; la existencia de justificación razonable para no cumplir todos los requerimientos regulatorios y los elementos de protección del consumidor.
- Análisis de los riesgos prudenciales para entidades de crédito y de pagos derivados de las nuevas tecnologías.
- Análisis de impacto en otras áreas como protección del consumidor, resolución bancaria y prevención del blanqueo y la financiación del terrorismo.
- Estudio del impacto en el modelo de negocio de las entidades de crédito y pagos. La EBA prevé que tengan que adaptar su modelo de negocio en los productos ofertados, canales, organización interna, etc. Asimismo, observa como los bancos están desarrollando sus propios aceleradores y

<sup>7</sup> BCBS; Consultative Document. Sound Practices: Implications of fintech developments for Banks and bank supervisors, August 2017.

<sup>8</sup> Discussion Paper on the EBA's approach to financial technology (FinTech); August 2017.





centros de innovación internos y/o, en otros casos, están entrando en alianzas con operadores FinTech.

El BCE, por su parte, está abordando también la cuestión a través de diferentes prácticas y medidas, como la política para la concesión de licencias a Fintech<sup>9</sup>.

#### 4.1.2. Segunda Directiva de Servicios de Pago

Una de las regulaciones recientes con más impacto es la Segunda Directiva de Servicios de Pago (2015/2466 conocida como PSD2 según sus siglas en inglés). La directiva pretende fomentar un mercado de pagos europeo más integrado, que promueva la seguridad en los pagos, proteja a los consumidores, facilite la competencia y la innovación y la igualdad de trato para los distintos proveedores.

Uno de sus elementos fundamentales es que da acceso a terceros a información sobre clientes que tienen los bancos. Los llamados TPPs (*third party payment service providers*) podrán tener acceso a las cuentas de los clientes de un banco -previa autorización del cliente- y así promover el inicio de pagos en su nombre o bien proporcionando al cliente información agregada sobre sus cuentas. El objetivo es permitir al consumidor muchas más opciones de pago y también facilitarle tener una visión más integrada de sus patrones de gasto. Por el lado de las entidades, esto les obliga a un esfuerzo técnico que además tendrá como efecto aumentar la competencia en esos servicios.

La PSD2 se relaciona a su vez con el Reglamento 2016/679 de Protección General de Datos (GDPR según sus siglas en inglés). Ambas parten del principio de que los individuos son los dueños de sus datos personales y por tanto tiene derecho a elegir cómo se usan y con quién se comparten. La GDPR exige más responsabilidad

en la protección de datos: procesamiento, almacenaje, uso y eliminación. Asimismo, refuerza los derechos de los individuos al acceso, portabilidad, «olvido» o derecho a información sobre tratamiento de la información.

#### 4.1.3. Ciberseguridad

Otro aspecto de los desarrollos tecnológicos es el aumento de riesgos derivados, que se intensifican por la interconexión entre entidades y por el recurso a operadores terceros (como proveedores «cloud»). Ante estos riesgos, las autoridades alrededor del mundo han adoptado medidas reguladoras y supervisoras.

El FSB ha publicado en octubre 2017 un análisis sobre la regulación existente en materia de ciberseguridad<sup>10</sup>. Así, el FSB observa que la mayor parte de jurisdicciones participantes en el FSB son activas en regular aspectos de ciberseguridad, incluyendo también guías supervisoras. Gran parte de esas regulaciones están basadas en estándares internacionales. En general, los aspectos cubiertos en esas regulaciones se refieren a requerimientos de gobierno interno de la ciberseguridad (políticas, procedimientos y controles), gestión y prevención del riesgo, protección de la información, tests de seguridad, medidas de gestión y recuperación ante incidentes, planes de continuidad de negocio, notificación a las autoridades en caso de incidentes y riesgos relaciones con la interacción con terceras partes.

A futuro, en la mayor parte de jurisdicciones existen planes para emitir nuevas regulaciones o guías supervisoras en ciberseguridad.

#### 4.2. REGULACIÓN EN MATERIA DE ACTIVOS IMPRODUCTIVOS

Uno de los legados de la crisis es que, en algunos estados de la UE, persiste todavía una ele-

<sup>9</sup> BCE, Guide to assessments of fintech credit institution licence applications, September 2017.

<sup>10</sup> FSB, Stocktake of Publicly Released Cybersecurity Regulations, Guidance and Supervisory Practices, October 2017.



vada proporción de activos improductivos. Según datos de la Comisión Europea<sup>11</sup> a finales de 2016 la cantidad total de NPL en el sistema bancario de la Unión Europea se situó en 990.400 millones de euros (6,7% del PIB europeo) mientras que la cantidad neta de provisiones era 548.700 millones. Un 46,5% de los NPLs se encuentran en países con un ratio de NPLs superior al 10%.

Es este un tema de alta atención supervisora que ha llegado también al ámbito regulatorio. Así, en julio 2017 el Consejo Europeo emitió un Plan de Acción para los préstamos dudosos en el sector bancario. El Consejo parte de que el nivel es todavía alto y que las soluciones hasta ahora las soluciones se han definido sobre todo a nivel nacional y que el conjunto de la UE se beneficiaría de la solución de este problema.

En ese plan el Consejo plantea varias líneas de acción para las distintas instituciones europeas (Comisión Europea, BCE, EBA) para su desarrollo entre finales de 2017 y de 2018.

- Sistematizar la disponibilidad de datos sobre préstamos dudosos e incluso abordar la posibilidad de crear plataformas para las transacciones con préstamos dudosos para potenciar el mercado secundario.
- Plantear el posible establecimiento de sociedades nacionales de gestión de activos, sobre principios comunes en torno a elementos clave como los activos que pueden ser transferidos, las entidades transferentes, normas de valoración de activos, estructuras de capital adecuadas y características operativas y de gobierno.
- Revisión de si los requerimientos de provisión actuales son suficientes. En este sentido, el BCE ha sometido recientemente a consultas una guía para un provisionamiento más acelerado de los créditos dudosos –a efectos únicamente prudenciales.

- Elaboración de directrices sobre gestión de préstamos dudosos (exigiendo que se desarrolle en cada entidad un gobierno, plan de ventas, límites, etc.).
- Asimismo, se encomienda al ESRB el análisis de los posibles problemas macroprudenciales que puedan derivarse de un nivel alto de préstamos dudosos.

#### 4.3. REVISIÓN DE LOS ÍNDICES DE REFERENCIA

Los grandes índices de referencia para la fijación de tipos de interés (LIBOR, EURIBOR, etc.) son ampliamente utilizados en el mercado para gran variedad de productos y contratos financieros. Sin embargo, los casos de intento de manipulación en alguna geografía junto con otros elementos intrínsecos a su construcción han llevado a una reducción de la confianza en su robustez. Por ello, a nivel internacional se ha lanzado un proceso de revisión de esos índices. En este sentido, en julio 2014 el FSB emitió una serie de recomendaciones<sup>12</sup> dirigidas fundamentalmente a reforzar la construcción de esos índices y a buscar referencias alternativas (*nearly risk-free alternatives*, NFRA).

En línea con esas recomendaciones se han realizado esfuerzos para hacer los índices genuinamente representativos de las condiciones de mercado. Aún así, en algunos casos las transacciones subyacentes son escasas por lo que es necesario combinarlas con juicio experto, lo cual supone un problema para la solidez y sostenibilidad de estos índices.

A la vez, ha habido avances en la búsqueda de alternativas. En Reino Unido, el índice SONIA (Sterling Overnight Index Average) se seleccionó en abril 2017 como alternativa. Se considera más adecuado por referirse a un mercado mucho más activo y por no requerir juicio experto. La fecha de sustitución del LIBOR por el SONIA se ha fijado a finales de 2021 –para facilitar una transi-

<sup>11</sup> Council of the European Union; Report of the FSC Subgroup on Non-Performing Loans; May 2017.

<sup>12</sup> FSB; Reforming Major Interest Rate Benchmarks, July 2014.



ción paulatina—. El BCE, por su parte, está realizando también un proceso de revisión.

En todo caso, la sustitución de índices genera un riesgo de transición. En este sentido el FSB recomienda una revisión de los contratos con referencia a los índices actuales para que sean resilientes a una discontinuidad en la producción de esos índices.

#### 4.4. REFORMA ESTRUCTURAL

Las medidas de reformas estructurales adoptadas en varias jurisdicciones tienen por objeto separar la actividad de banca de inversión de la banca minorista y en alguna de sus propuestas llegan a prohibir algunas actividades que el regulador considera especialmente arriesgadas. Reino Unido continúa con la implementación de la «reforma Vickers» en vigor, mientras que EE.UU. va a revisar parcialmente la regla Volcker, por recomendación del Tesoro americano —como se detalla en el apartado 5—. Para el conjunto de la UE sin embargo la propuesta de reforma no ha logrado un acuerdo. Tras años de negociaciones la Comisión Europea recientemente ha anunciado que no proseguirá con esta propuesta señalando que considera que sus objetivos están ya cubiertos por otras regulaciones.

Desde el punto de vista estructural, lo que sí está en discusión en la UE es la introducción de una Sociedad holding intermedia para entidades extranjeras que operen en la UE, tal y como se explicó en el apartado 3.

### 5. CONDICIONANTES INTERNACIONALES DE LA REGULACIÓN FINANCIERA: IMPACTO DEL BREXIT Y ENFOQUE REGULATORIO EN EE.UU.

#### 5.1. IMPLICACIONES DEL BREXIT EN LA REGULACIÓN FINANCIERA

El Brexit tendrá implicaciones relevantes en el sector financiero tanto de Reino Unido como de la Unión Europea. El sector financiero inglés tiene una alta dependencia de la demanda europea de

servicios financieros. Al mismo tiempo, desde el punto de vista europeo, en torno a un cuarto de la demanda de servicios financieros se atiende por entidades situadas en UK. Esto es especialmente relevante en lo relativo a la liquidación de operaciones denominadas en euros en la City londinense. Un 69% de las operaciones OTC en euros es generada y liquidada en Reino Unido.

El Brexit afectará a esas interdependencias y plantea varios retos regulatorios. El primero es cómo se podrán prestar servicios desde Reino Unido al resto de la UE, lo cual dependerá de los términos de finales de la salida. Sin entrar en las probabilidades de cada escenario, existen varias posibilidades:

- Si Reino Unido se mantuviera en el Espacio Económico Europeo (EEE) mantendría el pasaporte comunitario (y de hecho participaría de las 4 libertades: de movimiento de bienes, servicios, personas y capitales). En este escenario, la situación sería de facto muy similar a la actual.
- En caso de no mantenerse en el EEE, podría negociarse un acuerdo sectorial, si bien normalmente iría ligado a las cuatro libertades citadas.
- Finalmente, Reino Unido podría pasar a tener el estado de «país tercero». En ese caso, por defecto, para prestar servicios financieros sus entidades deberían obtener autorización bajo el régimen de cada país (de forma descentralizada) y el tratamiento nunca podrá ser mejor que el recibido bajo el régimen general.

En todo caso, existe lo que se llama «régimen de equivalencia» que básicamente permite autorizaciones centralizadas para entidades de terceros países en relación a ciertos aspectos de la regulación financiera. En las áreas cubiertas por la equivalencia (las equivalencias se hacen por áreas y, como la propia regulación subyacente, son dinámicas), las entidades quedarían exentas de autorizaciones nacionales. Para que este régimen beneficiara a las entidades británicas debería



haber primero una decisión de equivalencia. En general esta decisión corresponde a la Comisión Europea siguiendo una valoración de la Agencia de Supervisión relevante que suelen basarse en equivalencia en la sustancia de la regulación, cumplimiento de las normas del país de origen y reciprocidad. En todo caso los procedimientos para el reconocimiento de la equivalencia tienen sus plazos y pueden no ser rápidos.

Por otro lado, las entidades británicas pueden trasladar su negocio a filiales situadas en la UE, con lo que éstas al tener ya personalidad jurídica propia europea, podrían canalizar los servicios financieros del grupo en la UE. De hecho, este es un fenómeno que está ya observándose. En este sentido, ESMA ha emitido una serie de principios<sup>13</sup> para la autorización de operadores provenientes del Reino Unido, de modo que el régimen de acogida sea consistente en todos los países y no haya posibilidad de arbitraje regulatorio. Asimismo, en esta misma línea, la Comisión Europea<sup>14</sup> ha propuesto alinear el tratamiento regulatorio y supervisor de las grandes firmas de inversión con el de las grandes entidades de créditos, de modo que aquellas establecidas en la Unión Bancaria pasaran a estar supervisadas por el BCE. Finalmente, el requerimiento citado acerca del establecimiento de una Sociedad Holding intermedia para entidades extranjeras tiene también impacto en cuanto a la forma de entrada de las entidades de Reino Unido que vayan a establecerse en la UE.

## 5.2. REGULACIÓN FINANCIERA EN EE.UU.

La actual Administración americana marcó al principio de su mandato la revisión de la regu-

lación financiera como una de sus áreas de actuación –de hecho, otros países del FSB han anunciado intenciones similares–. En línea con ese objetivo, el Tesoro americano publicó en junio de 2017<sup>15</sup> un conjunto de propuestas orientadas a concretarlo en el ámbito bancario (seguido por otro en octubre 2017 sobre mercado de capitales<sup>16</sup>).

El punto de partida de esta propuesta es que la regulación financiera post crisis, en especial la Dodd Frank Act, fue necesaria para reforzar el sistema y prevenir crisis futuras pero a la vez, según el informe del Tesoro, presenta áreas de mejora en varios aspectos:

- Proporcionalidad: no está suficientemente calibrada (capital, liquidez, obligaciones derivadas del cumplimiento) en función del tamaño y complejidad de las modelos de negocio.
- Aumenta el coste de cumplimiento especialmente para las entidades pequeñas y medianas.
- Reduce la liquidez en los mercados -por la Volcker Rule y los requerimientos de liquidez que exigen unos buffers que dificultan la labor de creación de mercado-. Esto puede resultar en prociclicidad y volatilidad.
- Todo ello impacta en la disponibilidad de crédito para la economía real y, como resultado, la competitividad de la economía.

En consecuencia, señala el Tesoro que es necesaria una revisión de la regulación financiera, individualmente y en agregado, sobre la base de principios de libre mercado y con el objetivo de maximizar el crecimiento de forma consistente con la estabilidad financiera y con la protección del contribuyente. El informe defiende que estos objetivos no deben estar en conflicto.

<sup>13</sup> ESMA;

General principles to support supervisory convergence in the context of the United Kingdom withdrawing from the European Union; May 2017.

<sup>14</sup> European Commission; Reinforcing integrated supervision to strengthen Capital Markets Union and financial integration in changing environment; September 2017.

<sup>15</sup> US Treasury, A Financial System That Creates Economic Opportunities - Banks and Credit Unions; June 2017.

<sup>16</sup> US Treasury, A Financial System That Creates Economic Opportunities - Capital Markets; October 2017.



En línea con ese objetivo, se proponen una serie de medidas en varios frentes:

- En capital, se propone un mayor peso de los modelos estandarizados para simplificar el régimen de solvencia, así como una mayor flexibilidad para las entidades pequeñas.
- En liquidez, el Tesoro plantea que el ratio de cobertura de liquidez (LCR según sus siglas en inglés) se exija solo a los bancos internacionalmente activos.
- Se recomienda retrasar la aplicación del NSFR y de la revisión del riesgo de mercado (descritos en el epígrafe 3) hasta que se hayan evaluado adecuadamente.
- Reducción de las cargas por tests de estrés y por ejercicios de revisión de capital (CCAR por sus siglas en inglés). Para los tests de estrés se propone aumentar el umbral de participación de 10.000 M\$ de activos a 50.000 M\$ y que incluso entidades con balance superior pudieran ser excluidas caso a caso. En cuanto al CCAR, se plantea que pase a un ciclo de dos años y que excluya a entidades con alto capital (medido por el ratio de apalancamiento).
- Igualmente, en cuanto a los planes de resolución («living wills») pasarían a un ciclo de dos años. En este ámbito, para garantizar la protección del contribuyente debe existir un sistema eficiente para la resolución de las entidades más grandes y complejas.
- La «Volcker rule», de separación estructural no afectaría a los bancos con menos de 10.000 M\$.
- Incluso para las G-SIBs se considera que la excesiva regulación puede afectar a su competitividad internacional, por lo que el Tesoro propone recalibrar los requerimientos de capital y liquidez así como el TLAC. En todo caso, el Tesoro se muestra favorable a culminar el proceso de reformas de Basilea III (al que informalmente nos habíamos referido como Basilea IV).

- El Tesoro propone también favorecer la presencia de entidades extranjeras y, para ello, plantea que los requerimientos se basen en su presencia en EE.UU. y no en su dimensión global.
- Finalmente, desde el punto de vista institucional el Tesoro defiende una mayor rendición de cuentas de las agencias y mayor coordinación para evitar fragmentación, duplicidades, solapamientos.

## 6. CONCLUSIÓN

Queda claro que la reforma regulatoria tiene todavía áreas de desarrollo. De hecho, la regulación, por definición, debe ser dinámica y adaptarse a los nuevos riesgos y realidades. En todo caso, cabe esperar que a partir de la culminación de Basilea III las prioridades regulatorias evolucionen hacia la aplicación por parte de los supervisores y el análisis de impactos individuales por reformas y agregados –como el que lanzó la Comisión Europea en septiembre de 2015 para consultar sobre el impacto percibido de las reformas y sugerencias de mejora o los que el FSB realiza–.

Por otro lado, la regulación debe ser cada vez más multisectorial, los servicios financieros están cada vez más interconectados y también son más transfronterizos lo que lleva a la necesidad de coordinación no solo internacional sino también entre sectores.

En todo caso, no puede esperarse que la estabilidad financiera dependa solo de la regulación microprudencial y macroprudencial sino que está íntimamente ligada al resto de políticas y a la situación coyuntural de la economía. Igualmente, la regulación y supervisión tampoco deben ni pueden sustituir una adecuada gestión de las entidades. Dicho eso, una regulación financiera sólida, eficiente y bien calibrada es necesaria para un sector financiero estable que cumpla su misión de proveer de financiación a la economía real.







# LA DIRECTIVA SOBRE RESOLUCIÓN ALTERNATIVA DE LITIGIOS EN MATERIA DE CONSUMO Y SU TRANSPOSICIÓN AL ORDENAMIENTO ESPAÑOL: ESPECIAL REFERENCIA AL ÁMBITO FINANCIERO

**Javier Rodríguez Pellitero**  
Secretario General AEB

## 1. INTRODUCCIÓN

La preocupación del ordenamiento comunitario por conseguir elevados estándares de protección para los consumidores en el ámbito de la Unión ha sido una constante: el art. 169 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea lo configura como un objetivo básico, objetivo que asimismo se reproduce en el art. 38 de la Carta de Derechos Fundamentales de la Unión.

El propósito originario de la Unión de crear un mercado interior, sin fronteras entre Estados miembros, en el que tuviesen plena efectividad las cuatro libertades básicas, ya suponía para los consumidores de la Unión un espacio de mayor competencia de oferta, con las consiguientes ventajas en precio, calidad, y variedad de productos y servicios. En el derecho derivado, ese interés de los consumidores se ha tutelado tanto mediante normas sustantivas configuradoras de un régimen de protección, generales o en ámbitos concretos de actividad económica, como mediante otras normas de índole más «procesal», que tienen como objetivo la eficaz reparación de esos derechos en caso de menoscabo. Entre estas últimas han tenido una posición destacada y creciente las normas que establecen sistemas ágiles, sencillos, rápidos y asequibles para resolver los litigios entre consumidores y empresarios por cauces distintos de las soluciones judiciales tradicionales.

Como antecedentes más destacables en la orientación indicada, en el ámbito de la Unión deben citarse las Comunicaciones que la Comisión remitió al Consejo en los años 1985 y 1987, y que dieron lugar a la Resolución del Consejo de 25 de junio de 1987, sobre acceso de los consumidores a la justicia, en el que se mandataba a la propia Comisión para profundizar en el análisis de los obstáculos que los consumidores podían tener en tal acceso, especialmente teniendo en consideración el tiempo, el coste económico y la eficacia.

La respuesta de la Comisión fue el Libro Verde sobre el acceso de los consumidores a la justicia y solución de litigios en materia de consumo en el mercado único, de noviembre de 1993, en el que destaca la importancia de las vías de resolución alternativa a la judicial como medio de obtener satisfacción a las pretensiones de los consumidores de forma sencilla, rápida y asequible.

El siguiente hito comunitario reseñable viene constituido por las Recomendaciones de la Comisión Europea 98/257/CE, de 30 de marzo de 1998, sobre principios aplicables a los órganos responsables de la solución extrajudicial de litigios en materia de consumo (que propongan o impongan una solución), y 2001/310/CE, de 4 de abril de 2001, relativa a los principios aplicables a los órganos extrajudiciales de resolución consensual de litigios en materia de consumo.



En la Resolución de 25 de mayo de 2000, el Consejo Europeo crea una red de órganos nacionales encargados de la resolución extrajudicial de litigios de consumo, constituida por aquellos sistemas nacionales que, cumpliendo los requisitos de la Recomendación de 1998 antes mencionada, fueran comunicados por los diferentes Estados miembros.

Sin embargo, y a pesar de los años transcurridos, la Comisión Europea ha constatado que ni los consumidores ni los empresarios conocen, ni utilizan, las vías de recurso extrajudicial, y sólo un porcentaje reducido de ciudadanos sabe cómo presentar una reclamación. Si a ello se unen las disparidades existentes en los diferentes Estados miembros, la situación supone en último término, en palabras del legislador comunitario, un obstáculo al mercado interior y un desincentivo a que los consumidores hagan compras y operaciones transfronterizas.

Ante esta situación la respuesta normativa de la Unión Europea viene constituida por la Directiva 2013/11/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, relativa a la resolución alternativa de litigios en materia de consumo, y por el Reglamento UE/524/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, sobre resolución de litigios en línea en materia de consumo.

Ambas normas son complementarias y están relacionadas, teniendo el Reglamento por objeto superar esa disparidad de situaciones entre Estados miembros mediante el establecimiento de un mecanismo «*on line*» que ofrece a consumidores y empresarios una ventanilla única para resolver sus litigios, a través de aquellas entidades de resolución alternativa que se vinculen a esta plataforma, garantizando un procedimiento de calidad.

## **2. LA DIRECTIVA 2013/11/UE: ANÁLISIS DE SU CONTENIDO**

Con el objetivo último ya expuesto de mejorar la protección efectiva del consumidor en el ámbito comunitario, el objetivo inmediato de la norma es garantizar a los consumidores que lo deseen la posibilidad de someter sus reclamaciones contra

los comerciantes, derivadas de contratos de compraventa o de prestación de servicios, a mecanismos de solución extrajudicial que sean independientes, imparciales, transparentes, efectivos, rápidos y justos. Estos adjetivos, que deben cualificar necesariamente el funcionamiento de tales entidades, no son dispensables, deben concurrir necesariamente en todos los sistemas que operen; sin embargo, a partir de este punto, la Directiva configura un régimen de funcionamiento y configuración de estas entidades extremadamente abierto, pleno de opciones: no sólo se trata de unos pocos aspectos concretos cuya configuración definitiva se permita a cada Estado miembro (discrecionalidades nacionales), sino que cada sistema de resolución de litigios puede configurarse con una gran variedad de características propias.

La más destacada de las posibles opciones de configuración es la relativa a la vinculación para las partes en litigio, tanto en lo que se refiere al sometimiento de la divergencia al mecanismo, como en la respuesta que ofrezca: puede ser obligatorio o no para las partes el sometimiento al mecanismo (en principio para el consumidor siempre sería voluntaria y posterior a la producción de la discrepancia), y puede concluir ya ofreciendo ya imponiendo una solución, o reuniendo a las partes para propiciar una solución amistosa o de mutuo acuerdo. Es decir, la Directiva permite que los sistemas se configuren como obligatorios o voluntarios en lo que hace al sometimiento a ellos de las divergencias, y puede revestir forma de conciliación, de mediación o de arbitraje. Y la misma capacidad de opción corresponderá a los Estados en su legislación nacional de transposición, eso sí, con una limitación esencial: si la legislación nacional impone la obligatoriedad de participar en estos procedimientos, o la aceptación de su resultado, debe salvaguardarse siempre el derecho de las partes a acudir a los tribunales de justicia. Así se establece claramente en el Considerando 49 de la Directiva y en el art. 1 de la misma, con cita expresa del art. 47 de la Carta de los Derechos Fundamentales de la Unión Europea, que recoge el derecho a la tutela judicial efectiva.

Antes de analizar someramente el contenido de la Directiva, a través de tres bloques de mate-



rias, es preciso hacer dos reseñas importantes relativas a su ámbito de aplicación.

La primera de ellas hace referencia al ámbito subjetivo: cuando se habla de consumidores se está refiriendo a personas físicas que actúan al margen de su oficio, profesión o actividades comerciales o empresariales. Por tanto, quedan fuera del ámbito de la Directiva las pymes con forma societaria y, aunque sean personas físicas, los autónomos, ya profesionales ya empresarios, en el ámbito de su actividad. La tendencia reciente de extender los derechos de los consumidores a quienes claramente no lo son es lo que hace necesaria esta llamada de atención.

En segundo término, en cuanto al ámbito objetivo, la Directiva establece una serie de exclusiones serie de sistemas o actuaciones que, aun compartiendo objetivo último, no cumplirían con todos los requisitos configuradores esenciales que el legislador comunitario consideró imprescindibles: los sistemas gestionados por el comerciante reclamado, la negociación directa entre comerciante y consumidor, los servicios no económicos de interés general, los relacionados con la salud y los de la enseñanza pública, los intentos de solución realizados por el juez en el seno del procedimiento judicial (fórmulas de composición judicial intraproceso), y los litigios entre comerciantes o iniciados por el comerciante frente al consumidor. Hasta aquí las exclusiones absolutas: a ellas hay que añadir otra, que sin embargo puede ser a su vez excepcionada por los Estados miembros bajo ciertas condiciones, con el resultado de incluirla en el ámbito de la Directiva, y es la de los procedimientos ante entidades en las que las personas físicas encargadas de resolver los litigios estén empleadas o sean retribuidas exclusivamente por el comerciante.

#### A. ELEMENTOS CONFIGURADORES BÁSICOS DE LAS ENTIDADES Y PROCEDIMIENTOS DE RESOLUCIÓN ALTERNATIVA

##### – *Personas u órganos que resuelven la reclamación*

El sistema de resolución alternativa puede atribuir el conocimiento de la reclamación a una o

varias personas físicas, pudiendo en este último caso operar como un órgano colegiado o como una mera lista.

En el supuesto del órgano colegiado la Directiva exige que lo integren el mismo número de personas que representen los intereses de los consumidores que de los comerciantes, previsión ésta cuyo alcance no es muy claro, a la vista de los requisitos de imparcialidad que el propio texto exige a estas personas ante el conocimiento de la concreta reclamación y respecto de las partes.

Estas personas deben tener conocimientos y competencias adecuados, en buena lógica en el ámbito propio del tipo de reclamaciones para cuyo análisis el sistema se configura, si se trata de uno especializado, y en todo caso, un conocimiento general suficiente del derecho.

La Directiva es especialmente exigente en la salvaguarda de la independencia e imparcialidad de estas personas. En cuanto a la independencia, exige que sean nombradas para un mandato determinado y de duración suficiente, no pudiendo ser removidas sin causa justificada; no pueden recibir instrucciones de las partes; y su retribución debe estar desconectada del resultado del procedimiento.

En lo tocante a la imparcialidad, deben poner en conocimiento de la entidad y de las partes cualquier circunstancia que pueda afectar a tal imparcialidad o que pueda generar un conflicto de interés, debiendo abstenerse de intervenir si estiman que su independencia de criterio puede estar comprometida, y pudiendo tanto la entidad como las partes acordar o pedir su sustitución, y de ser una persona única, remitir el conflicto a otra entidad.

Un caso particular es el ya enunciado en un apartado anterior, aquél en el que las personas encargadas de la resolución del litigio estén empleadas o sean retribuidas exclusivamente por el comerciante, en el cual es cada Estado el que debe permitir o no la consideración del sistema como dentro del ámbito de los que la Directiva regula. En caso afirmativo, además de los requisitos de imparcialidad e independencia generales expuestos, se exigen otros adicionales: que las



personas físicas encargadas de la resolución del litigio sean nombradas por un órgano paritario de representantes de organizaciones de consumidores y de representantes del comerciante, debiendo su designación realizarse por un procedimiento transparente; deben tener un mandato mínimo de tres años; deben comprometerse a no trabajar para el comerciante ni para una organización o asociación a la que aquél pertenezca durante los tres años posteriores al litigio; y que la entidad de resolución no tenga vínculos jerárquicos ni funcionales con el comerciante, esté separada de sus entidades operativas y cuente con un presupuesto independiente (requisito éste que parece atenuarse en el caso en que formen parte de un órgano colegiado de composición paritaria).

– *Procedimiento: principios configuradores*

El procedimiento de la reclamación debe poder iniciarse «*on line*» o fuera de línea.

La Directiva prevé la posibilidad de que en el reglamento de cada entidad se establezcan causas de inadmisión de la reclamación, acotando los supuestos que pueden configurar estos supuestos, que en ningún caso pueden producir un efecto de menoscabo significativo del derecho que la Directiva regula, a saber, el acceso de los consumidores a estos sistemas de resolución alternativa.

Así, podrían justificar la inadmisión de una reclamación, si el reglamento interno de la entidad así lo recogiera, el que el consumidor no se haya dirigido en primer término al comerciante para resolver el litigio, que la causa del mismo sea frívola o vejatoria, que otra entidad o tribunal esté ya conociendo del asunto, que el valor de la reclamación no supere un cierto umbral monetario (si bien no deberá fijarse en un nivel que menoscabe significativamente el acceso de los consumidores a estos sistemas), que el consumidor no haya presentado la reclamación una vez transcurrido un plazo desde que la presentó al comerciante (que no será inferior a un año), y que la tramitación del litigio pudiese comprometer gravemente el funcionamiento de la entidad.

La decisión de inadmitir la reclamación debe ser comunicada al consumidor en un plazo de tres semanas desde su presentación, con explicación de los motivos de tal decisión.

Los reglamentos de las entidades deben también especificar en qué se fundamentará la decisión (si en normas jurídicas, en códigos de conducta, en equidad), el efecto jurídico del resultado del procedimiento, si es o no vinculante para las partes, la posible fuerza ejecutiva de la decisión y las eventuales sanciones por incumplimiento, así como los costes que las partes puedan asumir (incluido un posible régimen de atribución de costas), o si es gratuito; en todo caso, el precio para los consumidores deberá ser simbólico.

El procedimiento debe concluir con una resolución en un plazo no superior a noventa días desde la recepción por la entidad del expediente completo de la reclamación, plazo que excepcionalmente, y para litigios especialmente complejos, podría prorrogarse.

En el desenvolvimiento del procedimiento, la Directiva exige, en base al principio general de equidad entre partes, que éstas puedan expresar sus razones y puedan conocer las de la parte contraria y pronunciarse sobre ellas, y sobre la prueba practicada, así como el derecho a recibir la resolución motivada de la reclamación. No es preceptiva la asistencia letrada, aunque voluntariamente las partes pueden utilizarla.

En aquellos procedimientos cuyo resultado final sea proponer una solución, las partes podrán apartarse del procedimiento en cualquier momento, si bien una norma nacional podría obligar al comerciante a participar en un sistema, privándole en consecuencia de ese derecho. En estos procedimientos se informará a las partes, previamente a la solución propuesta, de su opción de aceptarla o rechazarla, sin que la participación en el procedimiento excluya, en principio, la posibilidad de obtener reparación en sede judicial. En este punto el texto de la Directiva parecería excluir este derecho de acceso a la justicia para el comerciante en aquellos casos en que la legislación nacional disponga que el resultado sea vinculante para el comerciante, sin nece-



sidad de que éste haya aceptado previamente ese carácter vinculante y una vez que el consumidor lo haya aceptado. En este punto debemos reiterar lo dicho anteriormente respecto de la salvaguarda que la propia Directiva establece del derecho a la tutela judicial, derecho que proclama la Carta Europea de Derechos. Y ello no quedaría desvirtuado, razonando a contrario, por la previsión del art. 12, relativa a la interrupción de los plazos de caducidad y prescripción por el recurso previo a procedimientos de resolución alternativa cuyo resultado no sea vinculante.

#### – Principio de transparencia

Por último, la Directiva consagra también un principio de transparencia, que se materializa en obligaciones de información de las entidades de resolución alternativa y de los comerciantes. Las primeras deben tener públicamente disponible a través de la web toda la información relevante sobre la propia entidad, su ámbito de actuación, el procedimiento y su tramitación, sus efectos, las personas responsables de la resolución de los litigios y en general todos los aspectos configuradores de su funcionamiento, así como elaborar y difundir informes anuales de su actividad.

Por su parte, los comerciantes deben informar a los consumidores de la entidad o entidades de resolución alternativa ante las que pueden formular sus reclamaciones, información que deben incluir tanto en su web como en las condiciones generales aplicables a sus contratos.

Y llevando el afán de transparencia e información sobre la existencia de estas entidades al límite, se impone en la Directiva un deber general de información y difusión a las asociaciones de empresarios, organizadores de consumidores, Red de Centros Europeos del Consumidor, y en última instancia los propios Estados miembros, todo lo cual es revelador de la voluntad decidida de las autoridades comunitarias de potenciar el establecimiento y la utilización efectiva de estos sistemas de resolución alternativa de litigios.

## B. OTROS CONTENIDOS DE LA DIRECTIVA

La Directiva establece cuál será el papel de los Estados miembros y de las autoridades comunitarias en este proceso decidido de implantación de una red nacional y comunitaria de entidades de resolución, entidades que individualmente consideradas cumplan unos estándares de calidad homogéneos en los diferentes Estados.

Los Estados deben nombrar una autoridad nacional responsable de verificar *ex ante* que un concreto sistema nacional cumple con las exigencias derivadas de la Directiva, y eventualmente con las adicionales que exija la ley nacional de transposición. Si el juicio es positivo, incluirá a esa entidad en la lista nacional, lista que mantendrá actualizada con las nuevas incorporaciones y con las bajas, ya voluntarias, ya acordadas por la autoridad cuando una entidad deje de cumplir los requisitos de la normativa y, requerida de subsanación, no corrija los defectos en un plazo de tres meses.

La Directiva prevé que los Estados puedan nombrar más de una autoridad competente para las labores antes descritas, si bien en ese caso frente a la Comisión Europea habrá de designarse un punto de contacto único.

La Comisión, por su lado, elaborará una lista europea de entidades.

Las entidades deberán remitir a las autoridades nacionales cada dos años información sobre la actividad desarrollada, con juicios sobre su propio funcionamiento, y cada cuatro años las autoridades nacionales remitirán a la Comisión un informe sobre el funcionamiento de las entidades de resolución alternativa de cada respectivo Estado.

Finalmente debe señalarse que el plazo de transposición de la Directiva concluyó el pasado 9 de julio de 2015.

## 3. LA TRANSPOSICIÓN ESPAÑOLA DE LA DIRECTIVA: EL PROYECTO DE LEY

El pasado 31 de marzo se presentó en el Congreso de los Diputados, tras su aprobación por el





Consejo de Ministros, el Proyecto de Ley por la que se incorpora al ordenamiento jurídico español la Directiva 2013/11/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, relativa a la resolución alternativa de litigios en materia de consumo, texto que en el momento presente sigue aún tramitándose en el Parlamento español.

El texto recuerda que las ventajas que supone contar con un procedimiento extrajudicial para la resolución de litigios en materia de consumo, como medio para conseguir una solución extrajudicial, sencilla, rápida y asequible, ya habían sido prontamente advertidas por el legislador español, incluso antes del Libro Verde de la Comisión Europea de 1993, circunstancia en la que probablemente haya influido también, aunque no se explicita, el endémico problema de colapso que sufre nuestro sistema judicial.

Así, el art. 31 de la Ley 26/1984, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios, ya mandataba al Gobierno el establecimiento de un sistema arbitral que, sin formalidades especiales, resolviera con carácter vinculante y ejecutivo para ambas partes las reclamaciones de los consumidores, sin perjuicio de la protección administrativa y, sobre todo, de la tutela jurisdiccional. El Real Decreto 636/1993, de 3 de mayo (hoy sustituido por el Real Decreto 231/2008), reguló el sistema arbitral de consumo.

Sobre la base de este sistema existente, la Ley afirma su subsistencia como punto de partida, sin perjuicio de, por una parte, la necesidad de su ajuste a las nuevas exigencias de la Directiva para poder ser acreditado y, por otra, de la creación de entidades nuevas.

El Proyecto consta de 46 artículos, distribuidos en un título preliminar y tres títulos, tres disposiciones adicionales, una derogatoria y seis finales.

En líneas generales el texto sigue las orientaciones y contenidos de la Directiva, realizando una transposición próxima a ella, sin perjuicio de que respecto de versiones anteriores del Anteproyecto, debe destacarse una estructura y una redacción más clara, a lo que sin duda ha contri-

buido un Dictamen del Consejo de Estado ciertamente crítico en relación a estos extremos.

En cuanto a los aspectos más reseñables de su contenido, bien porque suponen el ejercicio de opción por el legislador nacional, bien porque mejoran la claridad de la regulación respecto del propio contenido de la Directiva, procede señalar los siguientes:

- En el Título preliminar, en cuanto al ámbito de aplicación, a diferencia con lo que ha ocurrido en alguna otra transposición de Directivas que afectaban a consumidores, en las que el legislador español ha extendido su ámbito subjetivo a pymes y autónomos, en este caso se mantiene en el ámbito estricto de los consumidores. Se produce sin embargo una ampliación objetiva, al incluir ente las entidades de resolución alternativa de litigios susceptibles de ser acreditadas o incluidas en el listado nacional a aquellas entidades que conocen de los litigios relativos a compromisos asumidos por las empresas adheridas a códigos de conducta sobre prácticas comerciales o de publicidad, a las que se refiere el art. 37.4 de la Ley 3/1991, de 10 de enero, de Competencia Desleal.
- El Título I se dedica a la acreditación de las entidades, señalándose a la Agencia Española de Consumo, Seguridad Alimentaria y Nutrición como autoridad responsable principal y punto único de contacto con la Comisión Europea.

Como en el caso de la Directiva, el Proyecto de Ley no regula ni desarrolla los procedimientos de resolución alternativa de litigios, sino que establece los principios generales a los que las entidades deben someterse y los requisitos que éstas y sus procedimientos deben cumplir. Se reiteran los principios de independencia, imparcialidad, transparencia, eficacia, rapidez y justicia.

Es importante destacar, frente a una cierta oscuridad ya señalada del texto de la Directiva, la claridad del art. 9, que bajo el enun-





ciado de «voluntariedad» afirma que las entidades de resolución alternativa sólo pueden gestionar procedimientos cuya aceptación sea voluntaria para las partes, excepto que una norma imponga la aceptación obligatoria, pero tal imposición nunca podría implicar renuncia a la vía judicial.

En cuanto al coste de los procedimientos, el Proyecto concreta la previsión genérica que la Directiva hace del coste simbólico para el consumidor, fijándola en un máximo de treinta euros, dejándose libertad a la concreta entidad de imponer al empresario, si la resolución del litigio fuese favorable al consumidor, la devolución de dicho importe.

En materia de posibles causas de inadmisión de la reclamación, los márgenes entre los que puede moverse el reglamento de la entidad para excluir reclamaciones de su ámbito son las de cuantía inferior a treinta euros o superior a diez mil, sin perjuicio de que para el establecimiento de dichos límites deberá tenerse en cuenta la cuantía y características de las reclamaciones y la tipología de los contratos de la actividad económica en cuyo ámbito se establezca el sistema, a fin de no menoscabar el derecho de los consumidores a acceder a estos procedimientos.

El legislador español ha optado por aceptar en el ámbito del Proyecto la posible acreditación de aquellas entidades en las que las personas físicas responsables de la resolución de los litigios sean empleadas o estén retribuidas por el empresario reclamado, reproduciendo un contenido de requisitos adicionales para asegurar la independencia y la imparcialidad similar al previsto en la Directiva.

Por último, y para el sector financiero, comprensivo de los ámbitos bancario, asegurador y de valores, se designa como autoridades competentes para la acreditación de entidades al Banco de España, a la

Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, respectivamente para cada uno de estos tres ámbitos, facultándose al Ministerio de Economía para dictar disposiciones de desarrollo de la actividad de la autoridad en cuanto a la acreditación, inclusión en el listado nacional y control de las entidades acreditadas.

- Del Título II, regulador de las obligaciones de las entidades de resolución alternativa acreditadas, reseñar la previsión específica del Proyecto de imponer a tales entidades la formación de las personas encargadas de la resolución de litigios, comunicando a la autoridad competente sus programas de formación, tanto inicial como continua, así como la de promocionar la elaboración de códigos de conducta aplicables a esas personas o su adhesión a alguno existente.
- El Título III regula las obligaciones de los empresarios, en términos similares a los previstos en la Directiva, previéndose la obligación singular, para aquéllos que celebren contratos de compraventa o presten servicios en línea, de incluir en su web un enlace que posibilite un acceso fácil a la plataforma de resolución de litigios en línea de la Unión Europea a que se refiere el Reglamento (UE) 524/2013.

Además debe señalarse que el incumplimiento por el empresario de esas obligaciones de información tendrá la consideración de infracción grave en materia de defensa de los consumidores y usuarios, aplicándose el régimen sancionador previsto en el Real Decreto Legislativo 1/2007, así como en las correspondientes normas autonómicas.

#### **4. ESPECIALIDADES EN EL ÁMBITO FINANCIERO**

La Directiva analizada no excluye de su aplicación el ámbito de los servicios financieros, a dife-



rencia de otros supuestos en los que normas europeas de defensa y protección de los consumidores y usuarios sí excluían este ámbito: recuérdese cómo la Directiva 2011/83/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de octubre de 2011, sobre los derechos de los consumidores, excluyó de su ámbito de aplicación a los servicios financieros (art. 3.3.d), sobre la base de constatar, en el considerando 32, que la legislación de la Unión Europea reguladora de la actividad financiera contenía de hecho múltiples previsiones de defensa de los consumidores; en particular, en este caso, la Directiva 2002/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de septiembre de 2002 relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, constituye una clara muestra de lo antes afirmado.

Procede reseñar, en línea con lo antes apuntado, que frente a un derecho de consumo general, cuya finalidad es establecer mecanismos de protección y defensa de los consumidores y usuarios en aquellos sectores económicos que carezcan de una regulación particular de las relaciones entre comerciantes y consumidores, más allá de las normas generales civiles y mercantiles, las normas reguladoras de la actividad financiera en sus diferentes aspectos (banca, seguros y valores), sí contienen previsiones adicionales a las estrictamente contractuales que disciplinan los derechos y obligaciones recíprocas que respectivamente consumidores y empresarios deben observar en sus relaciones de prestación de servicios. La normativa de transparencia y protección de los clientes bancarios contenida, fundamental aunque no exclusivamente, en las Órdenes Ministeriales de 5 de mayo de 1994 (hoy derogada) y de 28 de octubre de 2011, o las normas de conducta de la Ley del Mercado de Valores y de los Reales Decretos 629/1993, de 3 de mayo (hoy derogado), y 217/2008, de 13 de febrero, constituyen buenos ejemplos de lo indicado.

Cabe por ello hablar de un derecho de consumo especial en el ámbito financiero, integrado por un prolijo régimen de derechos y obligaciones que afecta a consumidores y empresarios, recogido tanto en la normativa de la Unión Euro-

pea como en las normas nacionales de transposición y las correspondientes de desarrollo.

Manifestación asimismo de ese derecho especial de consumo en el ámbito financiero lo constituye la existencia de autoridades administrativas especializadas, con competencia general en todo el territorio, encargadas de la supervisión de estas normas de protección de la clientela, de la resolución de las reclamaciones que origine su inobservancia, y de la sanción en los casos de incumplimientos reiterados y graves de las mismas.

Es cierto que, en nuestro país, la configuración territorial del Estado autonómico, y la tendencia expansiva de las Comunidades Autónomas a la asunción de competencias nuevas, o la inclusión de ámbitos nuevos en sus competencias originales, dificulta a veces el panorama: la atribución a las Comunidades Autónomas de competencias normativas y de ejecución en materia de consumo (competencias que también tienen en alguna medida las entidades locales), unida a la existencia de algún «*sin perjuicio*» poco afortunado en alguna norma sectorial estatal, han conducido en muchos casos a duplicidades poco razonables, sin que el Tribunal Constitucional haya tenido en todos los supuestos la oportunidad de pronunciarse, o lo ha hecho en algún sentido que no disipa las dudas sobre la situación.

En todo caso, y volviendo al tema financiero más particular que nos ocupa, en los razonamientos anteriores y en la situación actual de supervisores sectoriales con competencia en todo el territorio para la supervisión de las normas de protección a la clientela (incluyendo vigilancia del cumplimiento de la norma, resolución de reclamaciones y sanción), encontramos el racional de la consideración de esos supervisores sectoriales como autoridades competentes a los efectos de la Directiva (art. 27 del Proyecto de Ley).

Ahora bien, el Proyecto de Ley incluye una Disposición adicional primera de extraordinaria importancia, aunque de alcance futuro no muy esclarecedor, respecto de cómo van a terminar implementándose los contenidos de la Directiva para el sector financiero en España. Lo que adelanta esta Disposición es una reforma en profun-



didad del «*sistema institucional de protección del cliente financiero, así como su organización y funciones*», expresión que está en línea con el último inciso de la Disposición adicional vigésima de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, que mandata al Gobierno el estudio del actual sistema institucional de protección del cliente, de posibles alternativas para potenciar la eficacia de los actuales servicios de reclamaciones, defensores del cliente y servicios de atención al cliente, y el impulso de la reforma legal correspondiente.

Sin embargo, la Disposición adicional primera, no obstante dar al Gobierno diez meses de plazo desde la entrada en vigor de la Ley para remitir a las Cortes un Proyecto de Ley que regule el sistema institucional de protección del cliente financiero, realiza ya algunas afirmaciones que prejuzgan el contenido de ese futuro texto.

Por una parte, y de manera temporal hasta la aprobación de esa futura Ley, los servicios de reclamaciones de los supervisores financieros, Banco de España, Comisión Nacional del Mercado de Valores y Dirección General de Seguros, deberán adaptar su funcionamiento y procedimiento al Proyecto de transposición de la Directiva 2013/11/UE que estamos analizando, con una particular referencia a la necesidad de ser configurados, dentro de las respectivas autoridades, como áreas dotadas de «*independencia organizativa y funcional*», y ello con la finalidad declarada de ser acreditados como entidades de resolución alternativa de litigios en sus respectivos ámbitos, en los términos de la Directiva y su ley de transposición. Teniendo en cuenta su carácter público, la previsión de exigencia de independencia como condición para ser acreditados como entidades de resolución de litigios sorprende, toda vez que la Directiva exige esta configuración únicamente para prevenir conflictos de interés o riesgos de dependencia en el caso de sistemas de resolución de litigios que estén vinculados, por financiación o por conexiones laborales de las personas físicas que los integren, con el comerciante o asociaciones a las que éste pertenezca, es decir, en el caso de sistemas privados y no públicos.

De hecho, con pequeñas adaptaciones del procedimiento de actuación, los respectivos servicios de reclamaciones cumplirían plenamente los requisitos de la Directiva y del Proyecto de Ley para su acreditación como entidades de resolución alternativa de litigios, papel que de hecho han venido desempeñando desde su origen.

Por otra parte, la Disposición adicional vigésima realiza una previsión sorprendente, al restringir a una el número de entidades de resolución de litigios especializada en el área financiera que podrá constituirse en el futuro, limitando en alguna medida al Gobierno que elabore el Proyecto en su futura decisión, limitación que no tendría por qué seguir el Parlamento al aprobar esta futura Ley, pues la misma sería una norma de rango suficiente como para derogar o modificar esa previsión.

Además de la limitación de número, esa entidad única deberá ser creada y constituida por Ley, lo que también es algo sorprendente y extraño al sistema que configuran la Directiva y el Proyecto de Ley de transposición: en ellos se regulan los requisitos que deben cumplir las entidades de resolución de litigios para ser acreditadas como tales, y en consecuencia poder ser incluidas en las listas nacional y europea, pero no se crean las entidades.

En el resto de los aspectos de la futura configuración de esa entidad única, el Proyecto nada aclara, dejándose expresamente abierta la opción sobre el carácter vinculante o no de la intervención de la entidad respecto de la solución del litigio.

Tampoco resulta muy ilustrativo en ese sentido el trámite de audiencia pública previa (el previsto en el artículo 26 de la Ley 50/1997), que en materia de reordenación de las autoridades de supervisión hizo público el Ministerio de Economía el pasado mes de marzo de 2017: en el mismo se anuncia la creación de una Autoridad Independiente de Protección de los Usuarios de Servicios Financieros y de los Inversores Financieros, justificando su necesidad en la «*dispersión*» actual en la protección de los consumidores en estos ámbitos, atribuida a los tres supervisores respectivos.



En tanto que en la situación actual los servicios de reclamaciones de los tres supervisores sectoriales constituyen uno de los mecanismos a través de los que se articula esa protección de los consumidores, y su actuación material está cercana al ámbito que regulan la Directiva y el Proyecto de Ley (hasta el punto de introducir una previsión de adaptación transitoria a determinados extremos de éste último), es por lo que esas dos futuras leyes, si es que finalmente son dos, la que regule el sistema de resolución de litigios en el ámbito financieros y la que regule esa autoridad de protección de los consumidores en este ámbito, serán determinantes de cuál sea a la postre el sistema en el ámbito financiero.

Hasta que esto no se produzca, al menos hasta que no se publiquen borradores de textos articulados en el ámbito de las labores prelegislativas, procede realizar algunas consideraciones a tener en cuenta de cara a la futura regulación.

En primer término cabe hacer una reflexión sobre la oportunidad del mantenimiento del actual sistema de reclamaciones de los supervisores sectoriales, con los ajustes precisos para que pudiesen ser reconocidos como sistemas de resolución de litigios nacionales (la fórmula que temporalmente prevé la Disposición adicional primera del Proyecto de Ley), opción que estaría alineada también con las previsiones de la Directiva acerca del mantenimiento, con las adaptaciones precisas, de los sistemas ya en funcionamiento en los diferentes Estados miembros.

Desde la perspectiva de las autoridades de supervisión el sacar de su ámbito la resolución de las reclamaciones supone privarles de una importante fuente de información sobre el funcionamiento de las entidades supervisadas, conocimiento de extrema importancia para ejercer sus funciones supervisoras. Además, su existencia podría dar lugar a eventuales divergencias en la interpretación y aplicación de las normas de conducta entre el supervisor y esa autoridad de protección poco deseables.

Por otra parte, unificar en una misma autoridad la resolución de las reclamaciones de los consumidores de banca, valores y seguros, no parece

tampoco una buena decisión: los ámbitos bancario y de valores, tanto en los servicios como en los productos, presentan un grado de similitud entre sí que no concurre con el de los seguros, especialmente si se consideran todos los ramos.

Si la especialización material es una condición para el buen funcionamiento de estos sistemas, lo más razonable sería mantenerla en tres sistemas independientes, y de optarse por algún grado de coincidencia, cabría en el ámbito de banca y valores, pero difícilmente podría extenderse a los seguros.

El mantenimiento, con adaptaciones, del sistema actual, incardinado en el ámbito de los respectivos supervisores sectoriales, ofrece ventajas incuestionables, toda vez que da respuesta muy satisfactoria a lo que la Directiva requiere:

- El previo conocimiento de la reclamación por la entidad reclamada, articulado sobre las figuras del Departamento de Atención del Cliente y del Defensor del Cliente.

La intervención de los departamentos de atención del cliente no sólo permite corregir el error o la mala práctica reclamadas por el cliente, si es que se ha producido, de forma rápida y previniendo su repetición, sino que permite incorporar la razón comercial para resolver la cuestión, en aras a lograr una respuesta que satisfaga al consumidor.

La figura del Defensor del Cliente existente cobra, a la vista de la Directiva, una importancia creciente, toda vez que sobre la base de la voluntariedad de las entidades financieras en su adhesión, las resoluciones que dicte son vinculantes para ellas. Esta figura, en su configuración actual, cumple todas las exigencias de la Directiva (competencia, capacidad, especialización, procedimiento, plazos...), siendo únicamente el aspecto relativo a su financiación, y por ende a su nombramiento, el que podría exigir un cierto ajuste: toda vez que los costes de su funcionamiento los cubren las entidades financieras, cabría introducir alguna suerte de



financiación adicional (i.e. pública, de los supervisores), así como establecer el nombramiento de las personas físicas responsables de resolver los litigios a través de un procedimiento de propuesta no por los empresarios sino por las asociaciones sectoriales y un nombramiento por cada supervisor financiero respectivo.

- La especialización de los que resuelven las reclamaciones en el concreto ámbito sectorial, en los términos ya señalados.
- La independencia respecto de las partes, salvaguardada por el carácter público de esos organismos, financiados asimismo con recursos públicos.
- La delimitación actualmente vigente de los asuntos de los que conocen, tanto por el marco normativo como por la práctica de su funcionamiento, resulta adecuada: centrada en eventuales inobservancias de las normas de conducta y de protección y transparencia de la clientela, surgidas en el marco de las relaciones contractuales con los clientes, y dejando al margen aspectos como declaraciones de nulidad, calificaciones de abusivas de cláusulas u otros aspectos, propios e inexcusablemente de la competencia de la jurisdicción civil.
- La obligatoriedad del sometimiento por las entidades financieras, pero el carácter no vinculante de las reclamaciones, en el caso de los servicios de reclamaciones, y vinculante en el del Defensor del Cliente.

La fórmula resulta equilibrada y en la práctica ha funcionado, toda vez que las entidades son sabedoras de la vinculación, si no jurídica sí de facto, que en muchos casos se da por los tribunales respecto del criterio de los supervisores. Sin embargo, el ir a un sistema más riguroso, como podría ser el que impusiese la obligatoriedad del

sometimiento y el resultado como vinculante, no parece aconsejable: en este supuesto tanto la Directiva como el Proyecto de Ley salvaguardan en último término el derecho de acceso a la tutela judicial en los términos expuestos, con lo que el efecto paradójico de una normativa que busca vías alternativas a la judicial podría resultar siendo un incremento de la litigiosidad ante los tribunales.

## 5. CONCLUSIÓN

La profundización de los mecanismos de protección de los consumidores y usuarios constituyen un mandato político de la Unión Europea, y por ello, un objetivo a conseguir a través de la legislación comunitaria, consistente no sólo en el reconocimiento y proclamación de listados de derechos, sino en el establecimiento de mecanismos para su consecución efectiva. Entre éstos últimos la Directiva busca potenciar los alternativos a los judiciales para que los consumidores logren, de forma más ágil y barata, la reparación de sus derechos vulnerados.

Ahora bien, el derecho a la tutela judicial de todas las partes implicadas no puede menoscabarse por la implantación de estos sistemas, pues en última instancia debe prevalecer siempre: por ello deben buscarse opciones razonables y equilibradas para todas las partes, so pena de al final no conseguir el objetivo pretendido de desjudicializar ciertos conflictos de orden menor que son, en volumen, los más frecuentes.

Por el momento, el juicio del Proyecto de Ley es positivo, toda vez que sigue fundamentalmente el contenido de la Directiva, pero en el ámbito financiero, y a salvo lo ya apuntado, habrá que esperar a la publicación de los trabajos prelegislativos para poder valorar la opción que finalmente se elija.







# EL NUEVO PANORAMA EN LA COMERCIALIZACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS: EL ASESORAMIENTO INDEPENDIENTE BAJO MiFID II

Ana García Rodríguez, Baker Mckenzie  
Socia responsable del Departamento de Servicios Financieros y Regulatorio Bancario

## INTRODUCCIÓN: CONTEXTO DE LA APROBACIÓN DE MIFID II

La aprobación, en el año 2007, de la Directiva MiFID<sup>1</sup>, que vino a reemplazar a la Directiva de Servicios de Inversión<sup>2</sup> y supuso un cambio revolucionario en los mercados financieros, perseguía como objetivo –literalmente– *«to improve the competitiveness of EU financial markets by creating a genuine single market for investment services and activities and to ensure a high degree of harmonised protection for investors in financial instruments»*.

Por tanto, MiFID fue concebida, desde un primer momento, con la finalidad de contribuir a la creación de un Mercado único, integrado, profundo y líquido en el que fuera posible maximizar la competencia de los distintos actores y ofrecer servicios de mejor calidad y precio a los inversores y,

de ese modo, poder contribuir al crecimiento económico y a la creación de empleo en Europa.

A nadie se le escapa que dentro de esos principios inspiradores la protección integral de los consumidores, que devienen clientes de una industria financiera altamente sofisticada, era uno de los objetivos fundamentales de este nuevo marco regulatorio.

No obstante, la gran crisis financiera que atravesaron los mercados globales en los últimos años<sup>3</sup> y la aparición de nuevos actores y productos en los mercados, todo ello en un entorno de alto desarrollo tecnológico, puso en tela de juicio la mayoría de los mecanismos que habían sido diseñados por MiFID, incluso sus propios principios inspiradores.

En este contexto, tanto el grupo de Alto Nivel sobre la Supervisión Financiera en la UE como el Consejo Europeo, pusieron de manifiesto la necesidad de contar con un texto claro y único para todas las entidades financieras del mercado interior<sup>4</sup> que no acusase la obscuridad de las múl-

---

<sup>1</sup> Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.

<sup>2</sup> La aprobación de la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el campo de los valores negociables (en adelante, «**Directiva de Servicios de Inversión**»), que pretendía armonizar los requisitos de autorización, el funcionamiento y las normas de conducta de las empresas de servicios de inversión (en adelante, «ESI»), fue el primer paso que dio el legislador europeo hacia una estructura normativa que regulara los mercados financieros en toda la Unión Europea.

<sup>3</sup> En el que no se puede obviar la cuota de responsabilidad de aquellas entidades financieras que, de un modo u otro –sin pronunciarnos de una forma expresa sobre los motivos–, llevaron a cabo una *mala praxis* en la prestación de sus servicios de inversión que tuvo unas consecuencias devastadoras para muchos inversores.

<sup>4</sup> En este sentido el Considerando (7) de la Directiva 2014/65: «*El Grupo de Alto Nivel sobre la Supervisión Financie-*



tiples modificaciones sufridas por MiFID. La revisión en profundidad de MiFID dio como resultado la publicación de la Directiva 2014/65/UE, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (en adelante, «**MiFID II**»)<sup>5</sup> que supone, en parte, una refundición con MiFID y es posteriormente desarrollada por el Reglamento (UE) n° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo<sup>6</sup>, quedando estos dos textos como esqueleto central del marco normativo de los sistemas financieros de la Unión Europea.

El fundamento de este sobreesfuerzo legislativo radica en los puntos débiles en el funcionamiento y la transparencia de los mercados financieros que la crisis financiera ha puesto de manifiesto<sup>7</sup>. Y es que, la evolución de los mercados

financieros, ha hecho que el legislador no pueda retrasar la elaboración de una normativa que permita aumentar la transparencia, mejorar la protección de los inversores, reforzar la confianza y abordar los aspectos no regulados.

Con este objetivo nace MiFID II, estableciendo todo un compendio de medias en relación con diversas materias que no habían sido objeto de regulación por parte de su antecesora o que ésta no regulaba con suficiente precisión. Entre ellas, la protección del inversor o del cliente (utilizando la misma nomenclatura de la Directiva), sobre todo cuándo el mismo cae dentro de la clasificación de minorista, es la que se configura como el objeto central del presente análisis.

MiFID II es una norma compleja, amplia y de una importancia tan relevante que su larga cronología lo justifica. A finales del año 2009 y principios de 2010 la Comisión Europea comienza a convocar reuniones y mesas redondas con representantes de participantes del mercado donde comienza a recopilar todo tipo de información del sector que, unido a la actividad realizada por el CESR (hoy ESMA), provea a la Comisión de una base para «modernizar» MiFID.

La expectación que poco a poco iban generando estas reuniones donde se recopilaba grandes cantidades de información, provocó que la Comisión publicase una consulta pública en diciembre de 2010 con gran acogida de respuestas<sup>8</sup>. Como consecuencia de ello, la Comisión Europea dio un mandato al CESR con el fin de poder elaborar documentos que allanasen al camino a una futura propuesta de modificación de MiFID<sup>9</sup>.

En este contexto, la Comisión creó un grupo de trabajo para que elaborase una propuesta de modificación de MiFID donde se detallasen las deficiencias actuales que existe en el mercado y los puntos débiles de refuerzo necesario. Así, nacería el Documento de Trabajo, una amplia

---

ra en la UE hizo un llamamiento para que la Unión elaborara un conjunto más armonizado de disposiciones financieras. En el contexto de la futura arquitectura de la supervisión europea, el Consejo Europeo de 18 y 19 de junio de 2009 puso también de relieve la necesidad de establecer un código normativo único aplicable a todas las entidades financieras del mercado interior».

<sup>5</sup> Véase al respecto La directiva 2014/65/UE del parlamento europeo y del consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II) Isabel Aguilar Alonso. Actualidad Jurídica (Uría & Menéndez), Núm. 38, Octubre 2014; La nueva arquitectura comunitaria del mercado de instrumentos financieros: el Reglamento (UE), núm. 600/2014 (MIFIR) y la Directiva 2014/65/UE (MiFID II); Alberto Javier Tapia Hermida. Revista de derecho bancario y bursátil, ISSN 0211-6138, Año n° 33, N° 135, 2014, págs. 367-378; La reforma de la MiFID y la mayor protección del inversor minorista; Gregorio Arranz Pumar. Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2013) / coord. por Ramiro Martínez-Pardo del Valle, Francisco Javier Zapata Cirugeda, 2013, ISBN 978-84-616-6482-5, págs. 175-182; La reforma de la Directiva MiFID y las nuevas prácticas en los mercados de emisión; Javier Guillem Carrau. Actualidad Jurídica Ambiental, ISSN-e 1989-5666, N°. 18 (Noviembre), 2012, págs. 16-29; Reforma de la MiFID: cambios en las reglas del juego Carlos Schwartz. Consejeros: la revista del buen gobierno y la responsabilidad corporativa, ISSN 1885-6829, N°. 57 (enero), 2011, págs. 46-49

<sup>6</sup> 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.

<sup>7</sup> El considerando tercero de MiFID II recoge la necesidad de modificar la normativa vigente para adaptarla a las nuevas gamas de productos y servicios financieros: «In recent years more investors have become active in the financial markets and are offered an even more complex wide-ranging set of services and instruments. In view of those developments the legal framework of the Union should encompass the full range of investor-oriented activities».

---

<sup>8</sup> Puede conocer el resultado de la consulta pública en el anexo 13 del Documento de Trabajo.

<sup>9</sup> Puede encontrar la lista de publicaciones realizadas por el CESR en el anexo 10 del Documento de Trabajo.



propuesta que asienta las bases de la futura MiFID II. En concreto, podríamos definir este Documento de Trabajo como un «proyecto de autoayuda», ya que la Comisión Europea realiza una ardua labor de identificación de los problemas que observa en el mercado y, al mismo tiempo, realiza un estudio de las soluciones que podrían eliminar dichas deficiencias. Asimismo, incluye nueva regulación y potenciales medidas a adoptar que no recoge MiFID y que la autoridad europea considera relevantes a efectos operacionales del mercado.

La anterior propuesta junto con el trabajo conjunto con la ESMA y demás autoridades financieras europeas mediante la publicación de estándares y documentos, lleva al Parlamento Europeo y al Consejo a aprobar el 15 de mayo de 2014 la Directiva MiFID II. Se mantiene la estructura del cuerpo normativo pero se incluyen multitud de nuevas provisiones que da un giro de 180 grados a su antecesora. No obstante, no será hasta el 2 de julio de 2014 cuando la norma entre en vigor y empiecen a correr los plazos de transposición para los Estados miembros.

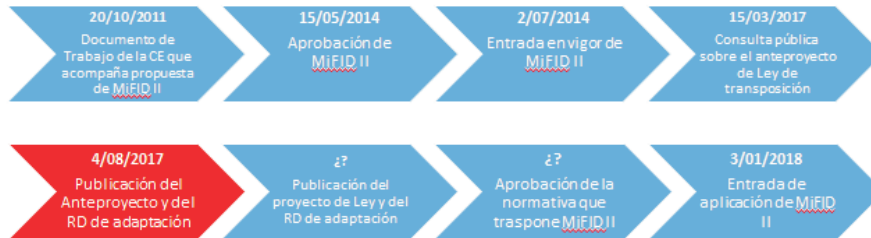
Conviene recordar que, inicialmente, la entrada de aplicación estaba fijada para enero de 2017. No obstante, el pasado 30 de junio de 2016 se publicó en el Diario Oficial de la Unión Europea la Directiva (UE) 2016/1034 del Parlamento Europeo y del Consejo de 23 de junio de 2016 por la que se modifica MiFID II. El Parlamento Europeo y el Consejo Europeo consideraron que habida cuenta del volumen y la complejidad de los datos que se debían recopilar y tratar para que el nuevo marco normativo pudiese empezar a aplicarse, en particular a efectos de: (i) la comunicación de las operaciones; (ii) los cálculos de transparencia; y (iii) la comunicación de las posiciones en derivados sobre materias primas, las partes interesadas, ESMA y las autoridades nacionales competentes no se encontraban en condiciones de garantizar que las necesarias infraestructuras de recopilación de datos se hubiesen creado y pudiesen entrar en funcionamiento para esa fecha. En consecuencia, se retrasó hasta el 3 de enero de 2018, la fecha límite para la aplicación, por parte de los Estados

miembros, de las medidas de transposición de MiFID II.

Este retraso en la entrada de aplicación de la norma dio un respiro a los Estados miembros, sobre todo a España. Después de un periodo de inactividad parlamentaria por la ausencia efectiva de gobierno, se produjo una desaceleración de la actividad legislativa en nuestro país. De hecho, España se convirtió en uno de los últimos países en iniciar la «carrera» legislativa en la transposición de la norma. No es hasta marzo de 2017 cuando el Tesoro publicó una consulta pública hasta el 10 de abril de ese mismo año sobre el Anteproyecto de Ley de transposición. Aunque no cabe duda de la relevancia de esta publicación que marca el inicio de la transposición de MiFID II en España, el documento no daba pistas sobre cómo sería la implementación de la norma, la visión del legislador y su actitud a la hora de acotar la operativa de las empresas de servicios de inversión.

Habría que esperar hasta agosto de 2017 cuando el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad sacase a la luz un primer borrador con el que el sector financiero y los participantes del mercado pudiesen trabajar para poder adecuar sus estructuras al contenido de la norma. En concreto, el Ministerio publicó dos documentos, por un lado un Anteproyecto de Ley de modificación de la Ley del Mercado de Valores y, por otro, un Real Decreto de adaptación reglamentaria a la Ley Del Mercado De Valores y por el que se modifica parcialmente el Real Decreto 217/2008, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión. Estos documentos se encuentran aún en periodo de consulta y se espera que gran parte (por no decir la totalidad) de la industria acuda a ella con el fin de aclarar algunas provisiones e intentar suavizar otras. Hay que tener en cuenta que el esfuerzo organizativo y económico al que se encuentran sometidos las empresas que prestan servicios de inversión con la introducción de esta norma justifica el nerviosismo y la preocupación que les causa no tener la seguridad de si sus modelos de operación, asesoramiento y comercialización, entre otros, serán adecuados a partir de enero.

## GRÁFICO 1. CRONOLOGÍA DE LA APROBACIÓN DE MIFID II Y SU POSTERIOR TRANSPOSICIÓN EN ESPAÑA



Fuente: Elaboración propia.

## 2. EL ASESORAMIENTO BAJO MIFID

La Directiva MiFID, cuya entrada en vigor se produjo en 2007, se concibió con el objetivo de armonizar la regulación sobre los mercados de valores, los instrumentos financieros que en ellos se negocian, la organización y relación entre las instituciones financieras y sus clientes y la protección al inversor.

Su aprobación produjo toda una innovación en la industria financiera. Previo a este régimen, el asesoramiento en materia de inversión no era considerado un servicio autónomo sino que se prestaba junto con otros servicios que dificultaba la diferenciación entre unos y otros. En consecuencia, no era un servicio que se pudiese prestar por sí solo sino que era anexo a otros servicios.

Asimismo, el carácter no autónomo del servicio de asesoramiento que establecía la derogada Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables<sup>10</sup>, permitía que no fuese necesario autorización por parte de los reguladores nacionales. La desprotección por parte de los inversores era altísima en tanto las empresas e instituciones que prestaban estos servicios podían no comprender los elementos iden-

tificativos de los instrumentos financieros propuestos o recomendados ni contaban con la capacidad para poder ejecutar correctamente, y en el mejor interés de sus clientes, las transacciones objeto de asesoramiento. En concreto, es preocupante que hasta la entrada de MiFID hace apenas una década, uno de los servicios más recurrentes en los mercados de valores no estuviese sujeto al control que merecía.

Es en este punto cuando la entrada de MiFID cambia radicalmente el esquema del asesoramiento. Acudiendo a la norma, podemos encontrar en su considerando tercero como el legislador europeo señala la conveniencia de incluir el asesoramiento en materia de inversión entre los servicios de inversión sujetos a autorización. No obstante, la introducción del nuevo marco regulatorio llegó con una carencia básica debida a la imprecisión con la que se definió el de asesoramiento de inversiones. La creación de un concepto claro que definiese el asesoramiento de inversiones no era una tarea fácil puesto que dicho servicio se presta, en numerosas ocasiones, de forma conjunta con otros servicios de inversión lo que dificulta, en gran modo, la segregación de cada uno de los servicios y la configuración de las líneas de separación entre ambos<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> Puede acceder a la Directiva en el siguiente enlace: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=celex:31993L0022>

<sup>11</sup> El Documento de Trabajo de los Servicios de la Dirección General de Mercado Interior, que presentaba una descripción de los ajustes propuestos en el marco de la revisión de la Directiva sobre Servicios de Inversión, indicaba



El asesoramiento como servicio de inversión bajo MiFID es considerado como la prestación de una recomendación personal al cliente en relación a una o más transacciones financieras. No obstante, esta definición podía inducir a error porque no diferencia suficientemente lo que puede considerarse asesoramiento o comercialización. En este sentido, el Committee of European Securities Regulators («CERS»)<sup>12</sup> publicó en 2009 un documento de consulta con el objetivo de clarificar las situaciones en las que una institución financiera se consideraba que prestaba asesoramiento a sus clientes<sup>13</sup>. En él, la autoridad europea incluía un sencillo test con preguntas que debía de responderse a sí misma la institución financiera para conocer si verdaderamente estaba prestando un servicio de asesoramiento.

Más tarde, en diciembre de 2010, la CNMV publicó la «Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión»<sup>14</sup> («Guía CNMV») con el objetivo de destacar aquellos supuestos en los que se considera que la entidad financiera presta el servicio de asesoramiento en materia de inversión y su diferenciación de otros supuestos en los que la entidad simplemente está comercializando un instrumento financiero como fase previa a la prestación del servicio de recepción, transmisión o ejecución de órdenes.

---

lo siguiente: «Su actual clasificación como servicio accesorio significa que el asesoramiento está «mezclado» con la realización de otros servicios de inversión. Esto es la antítesis del carácter «independiente» del asesoramiento en materia de inversión, que debe emprenderse en las mismas condiciones que otros servicios a fin de minimizar los conflictos de intereses.

*El asesoramiento en materia de inversión es un servicio que consiste en servir a una clientela, formada principalmente por inversores particulares, a la que se proporciona un asesoramiento imparcial sobre las inversiones convenientes, que se adaptan al perfil específico del inversor. El asesoramiento en materia de inversión a los inversores particulares de la UE ha sido prestado principalmente por grandes entidades que promocionan productos y sistemas de «marca propia». El asesoramiento independiente en materia de inversión se diferencia en que no existe afiliación comercial alguna con los proveedores de los productos subyacentes, y en que el cliente paga sus honorarios.»*

<sup>12</sup> Desde enero de 2011 pasó a ser la ESMA.

<sup>13</sup> Puede acceder al documento en el siguiente enlace: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09\\_665.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_665.pdf)

<sup>14</sup> Puede acceder al documento en el siguiente enlace: [https://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS\\_Perfil/GuiaAsesoramientoInversion.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/GuiaAsesoramientoInversion.pdf)

El artículo 5.1.g) del Real Decreto 217/2008<sup>15</sup> señala que para la concurrencia de asesoramiento en materia de inversión, han de cumplirse conjuntamente los siguientes requisitos:

- Tiene que incluir una recomendación. La Guía CNMV señala que una recomendación existe «cuando el lenguaje utilizado incorpora algún elemento subjetivo, juicio de valor u opinión, dirigido a que un inversor tome una determinada decisión».
- La recomendación debe realizarse sobre instrumentos financieros concretos, no puede haber un componente genérico sobre una gama de productos.
- Debe ser personalizado, es decir, que reúna la característica de idoneidad para esa persona basándose en una consideración de sus circunstancias personales.
- La recomendación debe realizarse a través de canales de comunicación personales, sin posibilidad de que sean realizados por medios generalistas.
- Finalmente, deberá ser individualizado y realizarse a una persona en su calidad de inversor o posible inversor.

Respecto a considerar una recomendación como personalizada, la CNMV indica que se entenderá que existe cuando sea realizada a una persona en su calidad de inversor o posible inversor, o en su calidad de agente de un inversor o posible inversor. La recomendación deberá presentarse como conveniente para esa persona o deberá basarse en una consideración de sus circunstancias personales, y deberá constituir una recomendación para realizar algunas de las siguientes acciones:

- a) comprar, vender, suscribir, canjear, reembolsar, mantener o asegurar un instrumento financiero específico;

---

<sup>15</sup> Puede acceder al Real Decreto en el siguiente enlace: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2008-2824>





- b) ejercitar o no ejercitar cualquier derecho conferido por un instrumento financiero determinado para comprar, vender, suscribir, canjear o reembolsar un instrumento financiero.

Por lo tanto, cabe pensar que los elementos que caracterizan a una recomendación personalizada son dos: (i) que la propuesta vaya dirigida a un inversor concreto; y (ii) que se presente como idónea para ese inversor basándose en sus circunstancias personales.

Asimismo, la CNMV señala que a efectos de determinar si se presta el servicio de asesoramiento en materia de inversión, el segmento comercial al que pertenece el cliente es relevante. En concreto, indica que en el caso de los segmentos de banca privada y banca personal, o de entidades especializadas en banca en estos segmentos, *«es característica la prestación de un servicio personalizado, la clasificación de los clientes entre los mismos en función de sus circunstancias personales y la obtención de información acerca de las mismas, así como la asignación a cada cliente de un gestor/asesor o agente»*. En consecuencia, parece razonable pensar que normalmente se emitan recomendaciones personalizadas y que se den de forma menos frecuente los supuestos en los que una operación concreta se sitúe al margen del servicio de asesoramiento en materia de inversión.

### 3. LA EVOLUCIÓN DEL ASESORAMIENTO CON LA ENTRADA DE MIFID II<sup>16</sup>

La aprobación de MiFID II comporta la futura transposición por parte de los Estados miembros

<sup>16</sup> Véase entre otros, **MIFID II: implicaciones en el modelo de negocio de los asesores independientes** José Luis Blázquez Viléz. *Inversión & finanzas: el semanario líder de bolsa, economía y gestión de patrimonios*, ISSN 1137-1021, N.º. 1000, 2015, pág. 13; **MiFID II. Novedades en relación con las normas de conducta: especial referencia al asesoramiento de inversiones**; Francisco Javier Alonso Carbornero, Santiago Franco Hidalgo, Ignacio Gallego Tortuero. *Icade: Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, ISSN 1889-7045, ISSN-e 2341-0841, N.º 89, 2013 (Ejemplar dedicado a: Sistema financiero y crisis econó-

de uno de los temas que más eco ha producido en la industria financiera: las retrocesiones y la diferenciación que se establece en la nueva normativa entre lo que se puede considerar asesoramiento independiente y lo que no. El objetivo que se pretende desde las instituciones europeas es garantizar que la base del asesoramiento sea totalmente transparente para los clientes, de modo que puedan discernir inmediatamente el alcance del asesoramiento.

La diferenciación entre asesoramiento dependiente e independiente modifica por completo el espectro financiero, cambia radicalmente la forma de prestar este servicio y replantea a las instituciones financieras la forma y en qué condiciones quieren prestar el asesoramiento. En términos generales, la implicación de esta novedad supone que si una empresa decide prestar asesoramiento con carácter independiente, deberá realizar una evaluación de un número suficiente de productos de diferentes proveedores antes de formular una recomendación personalizada. Asimismo, implica la prohibición de aceptar y conservar honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios de terceros.

Este cambio significativo en el asesoramiento europeo trae consigo numerosas ventajas que recaen, todas ellas, en el beneficio del inversor. No obstante, no toda actividad del legislador europeo «es un camino de rosas» y está exenta de posiciones en contra, y es que este nuevo modelo trae consigo desigualdades entre los proveedores de asesoramiento y mayores dificultades para poder sacar rendimientos.

#### A) EL ASESORAMIENTO INDEPENDIENTE

El artículo 24.4 de MiFID II recoge la obligación, por parte de las empresas de servicios de inversión, de informar al cliente con suficiente antela-

mica. Aspectos relevantes), págs. 95-122; **La reforma de la MiFID (MiFID 2) en materia de distribución de productos de inversión.: La protección de los inversores** Galo Juan Sastre Corchado. *Revista de derecho del mercado de valores*, ISSN 1888-4113, N.º. 12, 2013, págs. 113-142.





ción respecto de la prestación de servicios de asesoramiento en materia de inversiones<sup>17</sup>.

En concreto, el mismo precepto señala que cuando existan costes o comisiones de por medio, la empresa de servicios de inversión deberá hacer frente, además, a los siguientes requisitos:

- 1.) En primer lugar ha de informar al inversor si el asesoramiento se presta de forma independiente o no, o si tiene cualquier relación de dependencia con otra entidad o sociedad de inversión.
- 2) En segundo lugar, deberá informar al inversor acerca de si el asesoramiento que le está prestando se basa en un análisis general o está restringido a un conjunto de instrumentos financieros y, en particular, si la gama se limita a instrumentos financieros emitidos o comercializados por entidades terceras que tengan vínculos estrechos con la empresa de servicios de inversión<sup>18</sup>. Hay que tener en cuenta que MiFID II pone una especial atención en controlar la comercialización de productos financieros por parte de entidades que tienen un vínculo con los productores. Ha sido práctica habitual el cobro de beneficios monetarios por parte de los comercializadores a la hora de vender determinados productos que, sin ser los más adecuados a sus clientes, recibían incentivos. En el caso de asesoramiento independiente, el vínculo estrecho iría totalmente en contra del mismo y nos encontraríamos

ante una vulneración grave y una desprotección importante de los inversores.

En relación a este último punto, una de las inquietudes que más ha suscitado al sector es el referente a qué debe entenderse por «amplia gama de instrumentos financieros», de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 24.7 de MiFID II. ESMA, a través de diversos documentos de consulta, recibió respuestas que consideraban este término desproporcionado y de necesaria precisión. La mención a «amplia gama» daba lugar a dudas pues no incluía ninguna medida aritmética que pudiese dar una visión más concreta de qué se puede considerar por amplio. No obstante, mención merece que desde la Asociación Española de Banca («AEB») se propuso a la CNMV la no inclusión de «un número o porcentaje mínimo obligatorio de productos [...], sino que las entidades deben realizar un análisis que les permita concluir que su oferta es suficientemente diversificada, atendiendo a las características del cliente»<sup>19</sup>.

En vista de lo anterior, ESMA, a través del documento «*Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*»<sup>20</sup> («**Technical Advice**»), despeja el camino y señala que las entidades que presten asesoramiento independiente deberán implementar un proceso de selección que evalúe y compare una suficiente amplia gama de instrumentos financieros disponibles en el mercado. Más en concreto, el proceso de selección deberá incluir los siguientes elementos:

- 1) Una selección de instrumentos financieros diversificados por tipo, emisor o proveedor de producto no limitado a los instrumentos financieros emitidos por la propia entidad o

<sup>17</sup> «Appropriate information shall be provided in good time to clients or potential clients with regard to the investment firm and its services, the financial instruments and proposed investment strategies, execution venues and all costs and related charges. That information shall include the following: (a) when investment advice is provided, the investment firm must, in good time before it provides investment advice, inform the client: (i) whether or not the advice is provided on an independent basis».

<sup>18</sup> «...(ii) whether the advice is based on a broad or on a more restricted analysis of different types of financial instruments and, in particular, whether the range is limited to financial instruments issued or provided by entities having close links with the investment firm or any other legal or economic relationships, such as contractual relationships, so close as to pose a risk of impairing the independent basis of the advice provided».

<sup>19</sup> La AEB junto con la CECA elaboraron un documento conjunto («**Documento AEB**») con propuestas sobre diversos temas que contiene MiFID II de cara a su implementación, y que fue enviado a la CNMV. Puede consultar el documento en el siguiente enlace: <https://www.fogain.es/documentos/cuentas-anales>

<sup>20</sup> Puede acceder al documento en el siguiente enlace: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569\\_final\\_report\\_-\\_esmas\\_technical\\_advice\\_to\\_the\\_commission\\_on\\_mifid\\_ii\\_and\\_mifir.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf)



por entidades terceras con las que tenga vínculos estrechos.

- 2) El número y variedad de instrumentos financieros considerados sea proporcionado al ámbito de los servicios de inversión que ofrece el asesor independiente.
- 3) El número y variedad de instrumentos financieros considerados sea representativo de los instrumentos disponibles en el mercado.
- 4) La cantidad de instrumentos financieros emitidos por la entidad o por entidades vinculadas sea proporcionada a la cantidad total de instrumentos financieros considerados.
- 5) Los criterios para comparar los diferentes instrumentos financieros deberían incluir todos los aspectos relevantes como riesgos, costes y complejidad así como las características de los clientes y deben garantizar que la selección de los instrumentos que pueden ser recomendados no esté sesgada.

Este proceso de selección que ya desarrolló ESMA en 2014, fue incluido posteriormente con la aprobación del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión<sup>21</sup> y, cuyo fin, es acertadamente descrito por la CNMV al mencionar que *«el objetivo de la norma es que la entidad analice un universo de productos suficientemente amplio para decidir cuales recomienda considerando la información que tiene de sus clientes»*.

Además, ESMA en su Technical Advice, contempla la posibilidad de que ambas formas de asesoramiento, dependiente y no dependiente, sean prestados por una institución financiera a un mismo cliente. Ante este supuesto, la autoridad europea señala que la entidad deberá (i) explicar ambos tipos de servicios permitiendo al cliente diferenciar claramente ambos asesoramientos; y (ii) evitar ser presentada así misma como prestador de asesoramiento independien-

te. ESMA persigue evitar que una determinada entidad se promocióne como un prestador de asesoramiento independiente si finalmente el servicio que presta al cliente es de asesoramiento dependiente.

En transposición de MiFID II en nuestro país, el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad publicó el pasado 4 de agosto el Anteproyecto de Ley XX/2017, de...de..., del mercado de valores («Anteproyecto»)<sup>22</sup>. Aún estando en fase inicial y sujeto a posibles modificaciones como consecuencia de los comentarios por parte de los participantes del mercado, el Anteproyecto recoge las mismas provisiones que acabamos de mencionar y señala en su artículo 262 que las empresas solo podrán informar a los clientes que prestan el servicio de asesoramiento en materia de inversión de forma independiente si cumplen los siguientes requisitos:

- a) Previamente la entidad realiza una labor de evaluación de una *«gama suficiente de instrumentos financieros disponibles en el mercado»*. Asimismo, se deberá cerciorar que los instrumentos financieros objeto de evaluación son suficientemente diversificados en cuanto a sus emisores y no se limiten a instrumentos financieros emitidos o facilitados por:
  1. *«la propia empresa de servicios de inversión o por entidades que tengan vínculos estrechos con la empresa de servicios de inversión, u*
  2. *otras entidades con las que la empresa de servicios de inversión tengan vínculos jurídicos o económicos, como por ejemplo relaciones contractuales, tales que puedan mermar la independencia del asesoramiento facilitado»*.
- b) No recibir ningún tipo de beneficio monetario o no monetario, con especial atención a incentivos o retrocesiones abonados por una entidad tercera.

<sup>21</sup> Puede acceder al documento en el siguiente enlace: <https://www.boe.es/doue/2017/087/L00001-00083.pdf>

<sup>22</sup> Puede acceder al documento en el siguiente enlace: [http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/ministerio/participacion\\_publica/audiencia/ficheros/ECO\\_Tes\\_170804\\_AP\\_ley\\_desarrollo\\_LMV.pdf](http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/ministerio/participacion_publica/audiencia/ficheros/ECO_Tes_170804_AP_ley_desarrollo_LMV.pdf)



- c) Comunicar cualquier beneficio monetario de escasa cuantía o valor que no afecte al cumplimiento de actuar en el mejor interés del cliente por parte de las empresas de servicios de inversión. Lo anterior sin perjuicio de que sean utilizados con el objetivo de mejorar el servicio prestado al cliente.

## B) *EL ASESORAMIENTO DEPENDIENTE*

El asesoramiento dependiente, en sentido genérico, no varía demasiado respecto al independiente. Es decir, ambas consisten en una recomendación que incorpora algún elemento subjetivo, juicio de valor u opinión, dirigido a que un inversor tome una determinada decisión.

Esta primera ausencia de diferenciación era, como ya hemos mencionado, la existente bajo MiFID. No obstante, la mala práctica por parte de las entidades actuando en beneficio únicamente propio y asesorando a sus clientes acerca de instrumentos financieros no adecuados a su perfil, hizo necesaria su diferenciación.

Es en este punto donde MiFID II centra su diferenciación entre dependiente e independiente en dos aspectos: evaluación de una gama suficiente de instrumentos financieros y no aceptación ni retención de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios. Es decir, únicamente una entidad podrá prestar asesoramiento independiente si cumple estos dos aspectos. Por lo tanto, todo asesoramiento que no cumpla lo anterior será considerado dependiente.

Hay que tener en cuenta que la actividad financiera que se venía desarrollando en España durante décadas consistía en la prestación de asesoramiento por parte de empresas de servicios de inversión (mayoritariamente entidades de crédito que prestaba servicios de inversión) que contaban con un gran espectro de productos financieros propios y de una red de acceso a una amplia variedad de instrumentos financieros. Esto supuso que las mismas, de manera preferente, comercializasen y asesorasen sobre productos financieros propios (o de entidades con las que existían

vínculos estrechos) sobre los que podían obtener mayores ingresos a través de comisiones. Eran situaciones en las que no primaba (con carácter general) el interés y beneficio del cliente y donde la protección del inversor no se veía amparada por el supervisor nacional.

En definitiva, podemos señalar que el impacto de MiFID II en el asesoramiento dependiente no es tan sonoro como lo puede ser en otros aspectos de la norma. Pensemos que las entidades que se decanten por esta forma de asesoramiento podrán seguir asesorando sobre productos propios y sobre productos de terceras entidades con los que tengan vínculos estrechos. El gran dolor de cabeza para el sector es la limitación a los incentivos y comisiones que supondrá un cambio profundo en esta operativa y que provocará que las entidades deban adecuar sus estructuras a los nuevos requisitos que impone la norma.

## C) *COMISIONES E INCENTIVOS*

La nueva regulación de los incentivos y las comisiones supone una de las principales novedades que recoge la nueva normativa MiFID II y que afecta de lleno a todas las empresas que prestan servicios de inversión.

El Anteproyecto impone a las empresas de servicios de inversión la obligación de no remunerar o evaluar el rendimiento de su personal acorde a la comercialización de una serie de productos financieros que pueden no ser los más adecuados para los clientes. La anteposición del propio interés del personal frente al cliente genera un conflicto de interés que desprotege de lleno al inversor. Se busca así eliminar la mala praxis consistente en recomendar productos menos adecuados como consecuencia de ir su colocación ligada a una mayor remuneración.

En el artículo 24.7 letra b) y en el apartado 8 de MiFID II, el legislador entra ya directamente en el tema de las retrocesiones y comisiones que se reciban en el servicio de asesoramiento dependiente. En caso de los asesores independientes y



de gestión de carteras, MiFID II establece expresamente que las empresas de servicios de inversión no aceptarán ni retendrán honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios abonados o proporcionados por un tercero o por una persona que actúe por cuenta de un tercero en relación con la prestación del servicio a los clientes.

El Anteproyecto sigue la misma línea e indica que la empresa que preste un servicio de asesoramiento independiente no podrá recibir beneficio monetario o no monetario abonado por una entidad tercera. Asimismo, señala que tendrá la obligación de comunicar cualquier beneficio no monetario de escasa cuantía o valor que no afecte al cumplimiento de actuar en el mejor interés del cliente. Además, lo anterior será sin perjuicio de que sean utilizados con el objetivo de mejorar el servicio prestado al cliente.

Especial mención merece los artículos 262 del Anteproyecto y 59 del Real Decreto de adaptación reglamentaria a la ley del mercado de valores. En ellos el legislador señala que *«las empresas de inversión que presten asesoramiento independiente sobre inversiones o servicios de gestión de carteras deberán devolver a los clientes los honorarios, comisiones o beneficios monetarios abonados o entregados por terceros o personas que actúen en nombre de terceros en relación con los servicios prestados a tales clientes tan pronto como sea razonablemente posible tras su recepción»*. En este contexto, las empresas de servicios de inversión deberán adoptar una política que garantice que todos aquellos beneficios monetarios y comisiones que reciban de terceros sean efectivamente transferidos a sus clientes. Lo anterior también es de aplicación a los beneficios no monetarios que reciban las empresas, salvo cuando dichos beneficios sean considerados menores que no entrañan ningún riesgo de conflicto<sup>23</sup>.

<sup>23</sup> Artículo 59.3 del Real Decreto de adaptación reglamentaria a la ley del mercado de valores: «3. Los beneficios siguientes se considerarán beneficios no monetarios menores aceptables únicamente si consisten en:

a) información o documentación relativa a un instrumento financiero o un servicio de inversión, de índole genérica o personalizada para reflejar las circunstancias de un determinado cliente;

En definitiva, el Anteproyecto, siguiendo la línea marcada por Europa, es contrario al cobro de incentivos por parte de terceras entidades ya que supondría un riesgo de conflicto de interés por parte de la entidad comercializadora y de falta de transparencia. En este sentido, el legislador abre la puerta a que si el beneficio es menor o de escasa cuantía y tenga como objetivo mejorar el servicio prestado al cliente y, por consiguiente, actúe en su mejor beneficio, no se considerará prohibido.

Caso distinto existe en el supuesto de asesoramiento dependiente. La Directiva Delegada (UE) 2017/593 de la Comisión de 7 de abril de 2016 que complementa MiFID II<sup>24</sup> («**Directiva Delegada**»), establece una lista de tres ejemplos acerca de cuándo se considera que un honorario, comisión o beneficio no monetario está justificado al ser diseñado para elevar la calidad del servicio. Es importante señalar que los tres supuestos recogidos en MiFID II son únicamente ejemplos y, por tanto, el propio regulador europeo entiende que caben más situaciones que cumplirían con la exigencia de aumento en la calidad

b) materiales escritos de terceros encargados y abonados por una sociedad emisora o un posible emisor para promover una nueva emisión por la sociedad en cuestión, o en los casos en los que un emisor contrata y paga a una empresa tercera para elaborar tales materiales de manera continua, siempre que la relación se revele claramente en dichos materiales, y que estos se pongan a disposición al mismo tiempo de todas las empresas de inversión que deseen recibirlos, o del público en general;

c) la participación en conferencias, seminarios u otras actividades de formación sobre los beneficios y características de un determinado instrumento financiero o servicio de inversión;

d) gastos de representación de un valor de minimis razonable, como las dietas durante una reunión empresarial o una conferencia, seminario u otra actividad de formación mencionada en la letra c), u

e) otros beneficios no monetarios menores que eleven la calidad del servicio prestado al cliente y, teniendo en cuenta el nivel total de beneficios prestados por una entidad o un grupo de entidades, sean de una escala y naturaleza tal que sea poco probable que menoscaben el cumplimiento del deber de una empresa de inversión de actuar atendiendo al mejor interés del cliente.

Los beneficios no monetarios menores aceptables serán razonables y proporcionados, y de tal escala que sea poco probable que influyan en la conducta de la empresa de inversión de algún modo que vaya en detrimento de los intereses del cliente en cuestión».

<sup>24</sup> Puede acceder al documento en el siguiente enlace: <https://www.boe.es/doue/2017/087/L00500-00517.pdf>

<sup>25</sup> Puede acceder al documento en el siguiente enlace: [http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/ministerio/participacion\\_publica/audiencia/ficheros/ECO\\_Tes\\_170804\\_AP\\_Proyecto\\_RD\\_desarrollo\\_LMV.pdf](http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/ministerio/participacion_publica/audiencia/ficheros/ECO_Tes_170804_AP_Proyecto_RD_desarrollo_LMV.pdf)



del servicio. El artículo 11.2.a) de la Directiva Delegada desarrolla los tres supuestos:

- 1) asesoramiento dependiente respecto a una amplia gama de instrumentos financieros adecuados, y el acceso a dichos instrumentos, incluido un número apropiado de instrumentos de proveedores terceros de productos que carezcan de vínculos estrechos con la empresa de inversión;
- 2) Asesoramiento dependiente combinado con bien (i) una oferta al cliente para evaluar, al menos anualmente, la continuidad de la idoneidad de los instrumentos financieros en los que haya invertido, (ii) o bien otro servicio continuo de valor para el cliente, como el asesoramiento sobre la asignación óptima propuesta para sus activos; o
- 3) provisión de acceso, a un precio competitivo, a una amplia gama de instrumentos financieros incluido un número apropiado de instrumentos de terceros que carezcan de vínculos estrechos con la empresa, junto con (i) la provisión de herramientas de valor añadido, o (ii) la provisión de informes periódicos del rendimiento y los costes y cargos asociados a los instrumentos financieros;

Los anteriores ejemplos (y solo estos tres) han sido adoptados por el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad bajo el artículo 58 del proyecto de Real Decreto de adaptación reglamentaria a la ley del mercado de valores<sup>25</sup>. Esto supone que, por el momento, el legislador español no opta por incluir nuevos supuestos que permitan ampliar el abanico de opciones que las empresas de servicios de inversión puedan tener a la hora de poder configurar el cobro de retrocesiones y, al mismo tiempo, ofrecer un mejor servicio a sus clientes.

---

<sup>26</sup> Puede acceder al documento en el siguiente enlace: [https://fundspeople-repository.s3.amazonaws.com/system/audio\\_document/file/1225/0da1874bde10d934.pdf](https://fundspeople-repository.s3.amazonaws.com/system/audio_document/file/1225/0da1874bde10d934.pdf)

Es en este contexto cuando merece especial atención la propuesta de Inverco, junto con el apoyo de la AEB, de incluir un cuarto supuesto que, incorporando el aumento en la calidad del servicio exigido por la normativa, no suponga un cambio brusco en el modelo de distribución de productos financieros en España.

Esta propuesta se apoya en que el inversor conozca *a priori* y *a posteriori* la cuantía exacta que recibe el comercializador por la distribución de productos financieros. Como consecuencia, el sector defiende que mejoraría la calidad del servicio al cliente en dos fases: fase pre-venta y fase post-venta.

La fase pre-venta incluiría la puesta a disposición a los clientes de una herramienta de filtrado de los instrumentos financieros disponibles, junto con la puesta a disposición de la información individualizada de los instrumentos financieros resultantes. Respecto a la fase post-venta, la empresa de servicios de inversión estaría obligada a poner a disposición del cliente la información sobre las modificaciones relevantes que hayan podido experimentar los instrumentos financieros en los que se haya materializado la inversión junto con información comparada con otros instrumentos financieros similares, o informes periódicos del rendimiento y costes y gastos asociados.

Estas herramientas deben enmarcarse en el objetivo general de mejorar la calidad del servicio. Es por ello que la introducción de un cuarto supuesto aumentaría el valor añadido del servicio prestado al cliente, a través de su puesta a disposición de herramientas interactivas que le permitan obtener un abanico de opciones de inversión acordes a su perfil y a sus intereses.

Finalmente, teniendo en consideración el aumento de la transparencia y la información como uno de los pilares sobre los que descansa el espíritu de MiFID II, la provisión de información periódica a los inversores acerca de los rendimientos y costes de los instrumentos financieros contratados, supone una novedad positiva que dotaría de mayor seguridad y confianza a los participantes.

En virtud de este esquema de retrocesiones e incentivos, la principal pregunta que sobrevuela





no va dirigida a los asesores dependientes sino a los independientes, porque ¿cómo van a sobrevivir las empresas de servicios de inversión que presten este tipo de asesoramiento? La única salida que se divisa es el cobro del servicio por parte de la entidad al cliente. Es cierto que es una práctica poco asentada en nuestro país ya que es difícil convencer a los clientes españoles acerca de pagar por la prestación de un servicio de asesoramiento. Pero una vez que las comisiones y los incentivos dejan de cobrarse por estas entidades, únicamente tienen la salida de repercutir el precio en sus clientes.

Inverco se posiciona negativamente ante la no inclusión de este cuarto supuesto. En concreto, a través de la publicación de un documento explicativo<sup>26</sup> del por qué es necesario tomar en consideración este supuesto para el sector de la inversión colectiva, resume brevemente cuáles considera que serán los perjuicios que deberán soportar los inversores:

- a) El desplazamiento en la comercialización de Fondos de Inversión a ahorradores hacia otras formas de ahorro menos transparentes, menos líquidas y menos eficientes.
- b) Exclusión financiera.
- c) Un menor desarrollo del servicio de comercialización de Fondos de Inversión, no implicaría un impulso automático del servicio de asesoramiento ni del de gestión discrecional de carteras, debido al bajo nivel de ahorro acumulado de los partícipes.
- d) Reducción de la oferta de producto.
- e) Encarecimiento del coste para el ahorrador.
- f) Menor protección para los ahorradores.

No obstante, hay que señalar que aunque no sea una práctica extendida en nuestro país, el pago de comisiones por la prestación de un asesoramiento no es extraño en países de nuestro

entorno. Países financieramente más desarrollados como es el caso de Reino Unido tienen plenamente aceptada esta práctica. En este país no solo se han encarecido los servicios de asesoramiento sino que la fuerte presión en los márgenes de las entidades ha provocado que muchos pequeños asesores hayan tenido que cerrar sus negocios con la consiguiente exclusión de parte de la población al mercado financiero. Habrá que observar qué porcentaje de entidades que prestan asesoramiento lo harán de manera independiente (la gran minoría) y, dentro de éstas, habrá que estudiar y valorar la consiguiente batalla de precios con el fin de captar a un mayor número de clientes.

Si el objetivo es ir a un mundo financiero más seguro y más controlado que prevea los riesgos que acechan a las entidades, desde luego parece lógico que toda la maquinaria que lo rodea sea sufragado, en parte, por las comisiones que recibían las entidades de sus clientes. Nos iremos poco a poco acercando a un mercado más caro pero, a la vez, más seguro.

#### 4. CONCLUSIÓN

Hasta que MiFID II no entre en aplicación en enero de 2018, es difícil saber si conseguirá la finalidad que pretende la norma, tal y como aparece señalada en sus considerandos, de alcanzar el grado de armonización necesario para ofrecer a los inversores un alto nivel de protección y permitir que las empresas de servicios de inversión puedan prestar servicios en toda la Unión Europea.

No existe duda alguna de que la crisis financiera ha dejado al descubierto algunos puntos débiles en el funcionamiento y la transparencia de los mercados financieros. Es por ello que su evolución ha dejado clara la necesidad de fortalecer el marco regulador de estos mercados.

Con la nueva normativa, acierta el legislador europeo al exigir a las empresas de servicios de inversión que presten servicios de asesoramiento que comuniquen el coste del mismo, expongan claramente en qué se basa su asesoramiento y, en

---

<sup>26</sup> Puede acceder al documento en el siguiente enlace: [https://fundspeople-repository.s3.amazonaws.com/system/audio\\_document/file/1225/0da1874bde10d934.pdf](https://fundspeople-repository.s3.amazonaws.com/system/audio_document/file/1225/0da1874bde10d934.pdf)





particular, qué tipo de productos manejan en sus recomendaciones personalizadas a los clientes, con el fin de que los inversores obtengan toda la información pertinente.

Otro punto destacado, y que merece un voto de confianza, es la obligación que impone el legislador europeo a los asesores (cuando presten asesoramiento independiente) de realizar una evaluación de un número suficiente de productos (sería deseable por parte del legislador una mayor concreción de este número de productos) de diferentes proveedores antes de formular una recomendación personalizada. En este sentido, no parece realista ni necesario que el asesor evalúe los productos de inversión ofrecidos en el mercado por todos los proveedores o emisores de productos, pero sí que el conjunto de instrumentos financieros no se limite a los emitidos o proporcionados por entidades que tengan vínculos estrechos con la empresa de servicios de inversión.

Asimismo, parece un acierto a simple vista que las empresas que presten servicios de asesoramiento en materia de inversión con carácter independiente y servicios de gestión de carteras no acepten ni conserven honorarios, comisiones

u otros beneficios monetarios o no monetarios de terceros. Aunque esto implicaría que el coste por el asesoramiento recayese en el cliente, parece la opción más sensata y transparente. Podríamos encontrarnos ante una batalla de precios entre asesores independientes que redundaría en beneficio de los clientes y en una optimización del servicio prestado.

No obstante, conviene no perder de vista la posibilidad de que la figura del asesor independiente sea minoritaria en España y Europa. Este riesgo podría ser consecuencia de que los asesores dependientes se caracterizan por recibir comisiones de la entidad a la que están vinculados por lo que los servicios ofrecidos de cara al cliente conllevan un menor coste.

Está claro que nos queda un largo camino por delante y que, tendremos que ver, entre otras cosas, como acaba finalmente nuestro Anteproyecto de Ley antes de poder hacer afirmaciones más certeras. Sólo cabe esperar que esta gran reforma consiga conjugar los intereses de todos los participantes en el mercado sin llevarse por delante a la industria y sin dejar a los pequeños inversores sin asesoramiento.





# IMPACTO DE MIFID II EN EL MERCADO ESPAÑOL DE OPCIONES Y FUTUROS

**Clotilde Salmerón**  
**Directora General de MEFF, Mercado de Derivados de BME**  
**Beatriz Alejandro**  
**Directora General del Instituto BME**

## RESUMEN EJECUTIVO

El ámbito de los productos financieros derivados es quizá el que ha sufrido con más intensidad las consecuencias regulatorias de la crisis financiera y económica mundial que se inició en 2007. Los sucesos contrastados pusieron de manifiesto en todo el mundo algunos importantes defectos y riesgos sistémicos de unos mercados de derivados donde dominaba la opacidad y donde la operativa OTC (fuera de los mercados organizados) mostraba exposiciones a potenciales pérdidas económicas muy elevadas, con bajo nivel de transparencia e instrumentos de control defectuosos.

La regulación, hoy, empuja la negociación de derivados financieros hacia los mercados organizados y en este entorno de competencia más justo y transparente pero también más exigente. En este nuevo contexto MEFF, el mercado español de opciones y futuros financieros propiedad de BME, fuertemente basado en derivados referenciados a activos negociados de renta variable (acciones e índices), ha llevado a cabo importantes adaptaciones y mejoras impulsadas tanto por la regulación como por la competencia. Gracias a ello y a pesar de unas condiciones de mercado adversas con niveles de volatilidad históricamente bajos, el mercado español de derivados ha conseguido ofrecer sostenidamente en estos años buenos niveles de liquidez sobre sus activos nego-

ciados y aumentar paulatinamente los volúmenes contratados a través de pantalla. En este aspecto, cabe destacar la alta seguridad, transparencia y liquidez proporcionadas por la tecnología que soporta el sistema de negociación y la colaboración de los Creadores de Mercado.

A día de hoy MEFF es, sin duda, la principal referencia para la negociación de opciones y futuros sobre acciones españolas cotizadas y algunos índices de la familia IBEX. El Mercado se encuentra preparado para afrontar las novedades que trae la Directiva europea MiFID II que, en esencia, es la incorporación por vez primera de los productos financieros derivados a un ámbito operativo de negociación con reglas que hasta ahora estaban reservadas a los mercados de acciones y productos asimilados. Un desafío que da una vuelta de tuerca más a la mejora de la transparencia de los mercados de derivados (como mecanismo central de la mejor protección del inversor) y lo hace promoviendo, a su vez, un entorno de competencia más equilibrado entre los Centros de Negociación de derivados en Europa.

El objeto de este artículo es explicar de forma sintética el grueso de los cambios que trae MiFID II para los mercados de derivados financieros, especialmente en España. Cambios que se resumen en los siguientes objetivos y nuevas obligaciones: más transparencia pre y post negociación tanto en precios como en la información de los contratos que se negocian; la obligación de nego-



ciar los productos en mercados organizados; impulso a la liquidez a través de requerimientos más estrictos; mayor grado de control sobre el funcionamiento y la buena gobernanza de todos los Centros de Negociación ya sean Mercados Regulados, Sistemas Multilaterales de Negociación (SMNs) o Sistemas Organizados de Contratación (SOCs); un nuevo sistema de comunicación de operaciones al regulador europeo (ESMA) que mejora la identificación de responsables en cada contrato y operación y un nuevo sistema de conservación de la información de las órdenes disponible para su consulta por los reguladores conocido como Order Record Keeping (ORK).

La dilatada experiencia de MEFF en la negociación de derivados financieros y los cambios de orden práctico que ahora se exigen, confieren algunas ventajas comparativas importantes para el mercado de derivados español que ya tiene habilitada una parte importante de las novedades que van a ser de aplicación en pocos meses. Los cambios inducidos por la entrada en vigor de MiFID II y el reglamento MIFIR en enero de 2018, colocarán a MEFF en una excelente posición para aprovechar tanto la mejora de las condiciones económicas de España, como el previsible trasvase de actividad a los mercados regulados.

## INTRODUCCIÓN

Los mercados de derivados, opciones y futuros en este caso, han sido una de las piezas clave en el desarrollo exponencial de los mercados financieros en todo el mundo a lo largo de los últimos 30 años. En España, MEFF (hoy mercado de opciones y futuros de BME) ha protagonizado desde 1992 un crecimiento espectacular de la mano del experimentado a su vez por la Bolsa y los mercados de valores en España.

La crisis sobrevenida en 2007 puso de manifiesto en todo el mundo los defectos y riesgos sistémicos de unos mercados de derivados donde dominaba la opacidad y la operativa

OTC mostraba cuantiosas exposiciones a potenciales pérdidas poco transparentes y fuera de cualquier control sistémico. En un intento de paliar una regulación insuficiente que se consideraba uno de los factores desencadenantes de la crisis, el grupo de 20 naciones formado para hacer frente a la crisis (G20) en su reunión celebrada en Pittsburg en septiembre 2009, acordó promover una serie de iniciativas regulatorias para tratar de solventar las debilidades del sistema financiero mundial. Respecto a los productos financieros derivados el cónclave fue claro: *«Todos los derivados estandarizados pero negociados OTC deben negociarse en mercados o plataformas electrónicas, cuando sea apropiado, y liquidados en Entidades de Contrapartida Central (ECC) a finales de 2012. Los contratos no liquidados a través de ECC deberán estar sometidos a mayores requerimientos de capital».*

Desde ese momento hasta hoy, la profusa regulación adoptada en EEUU y Europa para minimizar los impactos de quiebras y rescates de entidades financieras en cadena, así como para evitar que los fenómenos se repitan, se ha orientado principalmente a aumentar las obligaciones de transparencia y las garantías de capital para todos los participantes de los mercados financieros con un apartado amplio y especial para las normas que rigen el funcionamiento de los mercados de productos derivados.

En Europa, estas tendencias regulatorias globales coinciden con la necesidad de dar un nuevo impulso a la integración financiera europea tras la entrada en vigor en 2007 de la primera directiva MIFID y puesta de manifiesto sus virtudes y, sobre todo, defectos. El viejo continente inició en aquel año una nueva fase de transformaciones de los mercados reflejada en la producción regulatoria de los años posteriores: el Reglamento sobre Infraestructuras de los Mercados Europeos (EMIR, 2012), la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros MiFID II (2014) y el Reglamento de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFIR, 2014).

Todo este amplio proceso de años de reformas y cambios regulatorios se ha desarrollado



con una tendencia paralela de descenso en los niveles de actividad en los mercados de opciones y futuros del mundo, especialmente de aquellos en los que dominan productos cuyos subyacentes son activos de renta variable donde los correspondientes mercados de contado también han visto reducir con fuerza los volúmenes negociados.

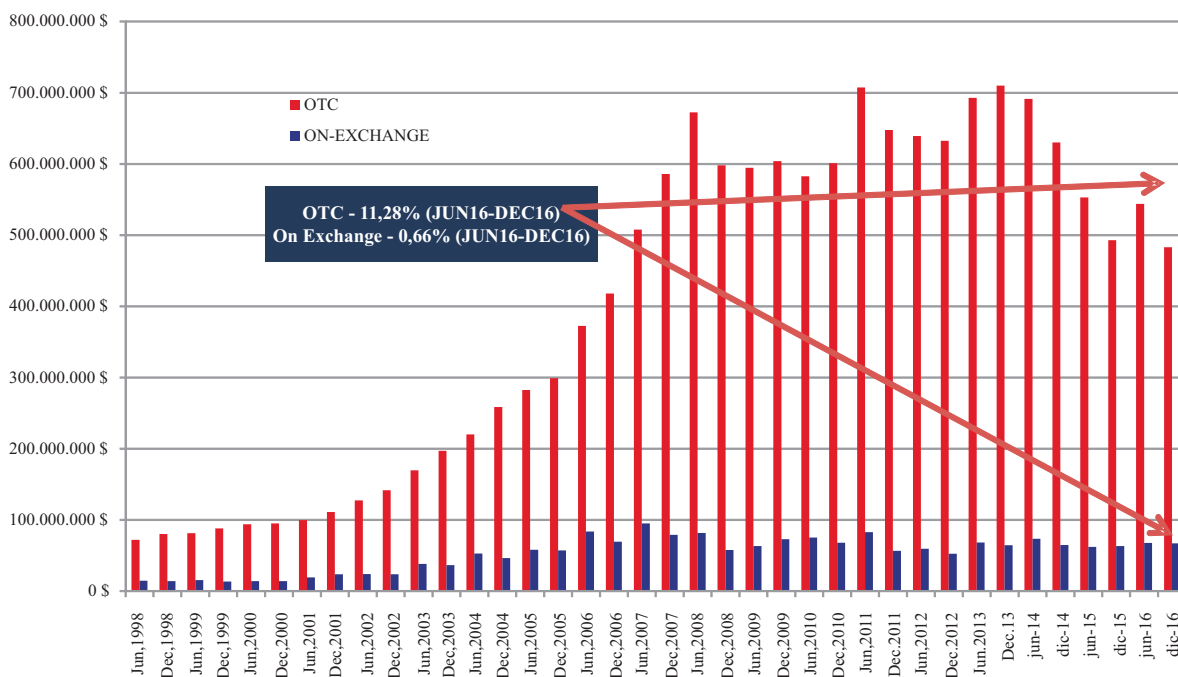
Entre las novedades más relevantes, MiFID II incorpora los productos financieros derivados por primera vez a un ámbito de aplicación que hasta ahora estaba reservado a los mercados de acciones y productos asimilados. Básicamente lo hace ampliando las obligaciones establecidas en la regulación anterior MiFID para los mercados de renta variable a los mercados de derivados, tradicionalmente considerados menos transparentes debido a los importantes volúmenes negociados fuera de los mercados organizados (OTC).

### SE REDUCE EL VOLUMEN DE DERIVADOS OTC

De acuerdo con las estadísticas del Banco Internacional de Pagos (BIS) reflejadas en el gráfico 1, después de una década de crecimiento exponencial, el volumen nominal vivo de los productos derivados tuvo un punto de inflexión tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. La incertidumbre derivada de la crisis financiera y el aumento de la percepción del riesgo generaron una contracción inmediata de los volúmenes vivos de derivados negociados fuera de los mercados organizados (OTC) que tras un repunte en 2013 y 2014 aceleraron su trayectoria descendente. Desde el máximo histórico de 710 billones de dólares en diciembre 2013 el volumen vivo de derivados OTC ha disminuido un 32% hasta 482 billones en diciembre 2016.

**CUADRO 1. VOLUMEN NOMINAL VIVO DE CONTRATOS DE PRODUCTOS DERIVADOS EXISTENTES EN EL MUNDO (1998 - 2016)**

Mercados no organizados (OTC) vs. Mercados organizados (on-exchange)  
Datos a cierre de semestre en millones de dolares



Fuente: Banco Internacional de Pagos (BIS).



## **MIFID II Y EL MERCADO DE DERIVADOS ESPAÑOL MEFF**

En las siguientes páginas el artículo se va a centrar básicamente en identificar los efectos en los mercados de opciones y futuros de la entrada en vigor a partir del 3 de enero de 2018 de MiFID II y MiFIR y de la regulación española que traspone la directiva. En particular aborda la adaptación de MEFF, el mercado español de opciones y futuros, como mercado regulado, organizado y oficial, supervisado por la CNMV, la autoridad competente en el mercado español, que aprueba su reglamento y las condiciones generales de sus contratos (como anexos del mismo).

Si bien un Mercado Regulado de contratos de productos derivados como MEFF cumple ya actualmente con los principios inspiradores de la nueva regulación en materia de transparencia, no discriminación de acceso, liquidez, etc., el ajuste fino que requiere la normativa MiFID II ha obligado a un esfuerzo ímprobo compartido con el resto de intermediarios participantes en el mercado de derivados en aspectos tales como la puesta a punto de la tecnología, la información requerida, los sistemas de creación de mercado o la mensajería entre otros.

## **TRANSPARENCIA**

Uno de los puntales de la nueva regulación en ciernes es la transparencia, entendida como un requisito para la adecuada protección del inversor.

La transparencia está garantizada en los Mercados Organizados como MEFF, donde existe concentración de precios en los libros de órdenes y la publicación en tiempo real de dichos precios y volúmenes asociados a los mismos, de tal manera que el inversor tiene asegurada la operación al mejor precio.

Frente a la transparencia de los Mercados Organizados está la opacidad de los mercados OTC, donde se negocian fundamentalmente activos de renta fija de manera bilateral.

MiFID II refuerza la transparencia que deben ofrecer los Centros de Negociación, entre los que

se encuentran los Mercados Regulados, Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN o MTF por sus siglas en inglés) y Sistemas Organizados de Contratación (SOC u OTF por sus siglas en inglés).

Se distingue entre los grados de transparencia pre y post negociación. En el caso de la transparencia pre negociación el detalle de la misma viene definido según el Sistema de Negociación del centro correspondiente. En el caso de MEFF, este mercado regulado actualmente ofrece un Sistema Electrónico de Negociación, en el que podemos distinguir el Sistema Electrónico de Órdenes y el Sistema de Operaciones Acordadas.

En el Sistema Electrónico de Órdenes, MEFF publica en tiempo real los 5 mejores precios de compra y venta para cada producto o referencia, los volúmenes asociados a los mismos y el número de órdenes en cada precio.

El Sistema de Operaciones Acordadas, recogido en el actual Reglamento de MEFF, ha necesitado una adaptación en lo referente a las exenciones a los criterios de transparencia pre negociación. La regulación entiende que hay determinados casos en los que está admitido no dar cumplimiento a los criterios de transparencia. Por ello se establecen unas exenciones que los Centros de Negociación pueden solicitar a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) o European Securities Market Authority (ESMA) entre los que están las operaciones de gran tamaño. Como consecuencia, si ESMA concediera las exenciones solicitadas para operaciones de gran tamaño, o para paquetes de órdenes consideradas como ilíquidas, en el Sistema de Operaciones Acordadas, MEFF aceptaría solo aquellas operaciones que cumplan con los requisitos establecidos por ESMA.

Los umbrales para las operaciones de gran tamaño o las condiciones que deben cumplir los paquetes de órdenes serán únicos para todos los Centros de Negociación en Europa, al contrario que la situación actual donde cada mercado establece unos límites diferentes. Con esta uniformidad se consigue una mejora considerable en las condiciones que pueden ofrecer lo mercados a sus Miembros.





## **SISTEMA DE NEGOCIACIÓN BAJO PETICIÓN («REQUEST FOR QUOTE»)**

Como novedad en la negociación, algunos Mercados Organizados, entre ellos MEFF, ofrecerán un nuevo Sistema de Negociación conocido como Request for Quote (RFQ) o Sistema de Negociación bajo petición. Este Sistema permitirá a un participante solicitar precios en un contrato o estrategia determinados, a un número de Miembros del Mercado elegidos por él o a todos los del mercado. Una vez realizada la solicitud de interés, los Miembros que la reciben pueden cotizar el contrato solicitado. Solo el Miembro peticionario podrá operar a los precios ofrecidos, y en función del volumen (medido en nominal) de las órdenes y operaciones este Sistema de Negociación deberá cumplir con unos requisitos de transparencia.

En cuanto al cumplimiento de los criterios de transparencia post negociación, los criterios que MEFF contempla actualmente en su regulación serán adaptados al régimen de diferimiento que adopte la autoridad competente. Por ello, la publicación de la información post negociación será como ahora en tiempo real en el Sistema Electrónico de órdenes, mientras que se ajustará en el Sistema de Operaciones Acordadas.

Relacionado con la transparencia que promueve MiFID II, nos encontramos con que se ha creado una base de datos con los contratos disponibles para su negociación en todos los Centros de Negociación europeos, y en la que figuran todos los detalles de los contratos. Esta base de datos es conocida como FIRDS (Financial Instrument Reference Data) y no solo cubre los requisitos establecidos en MiFID II, sino también da cumplimiento a la regulación sobre Abuso de Mercado (MAR o Market Abuse Regulation) que entró en vigor el 3 de julio del 2016.

Esta información ya se está enviando desde todos los Centros de Negociación a ESMA desde el 17 de julio del 2017, de tal manera que el 3 de enero del 2018, fecha de entrada en vigor del nuevo paquete de regulación la base de datos tendrá un rodaje y estará totalmente operativa.

## **OBLIGACIÓN DE NEGOCIACIÓN**

Como se ha comentado en la introducción, uno de los objetivos que se definieron en la declaración del G20 en 2009 fue el establecimiento de la obligación de negociación de los derivados OTC en mercados organizados siempre que fuera posible y su compensación y liquidación en Entidades de Contrapartida Central (ECCs), de tal manera que solo se negocien bilateralmente o fuera de los Centros de Negociación aquellos contratos, estructuras o productos que no tengan cabida por su iliquidez en los mismos.

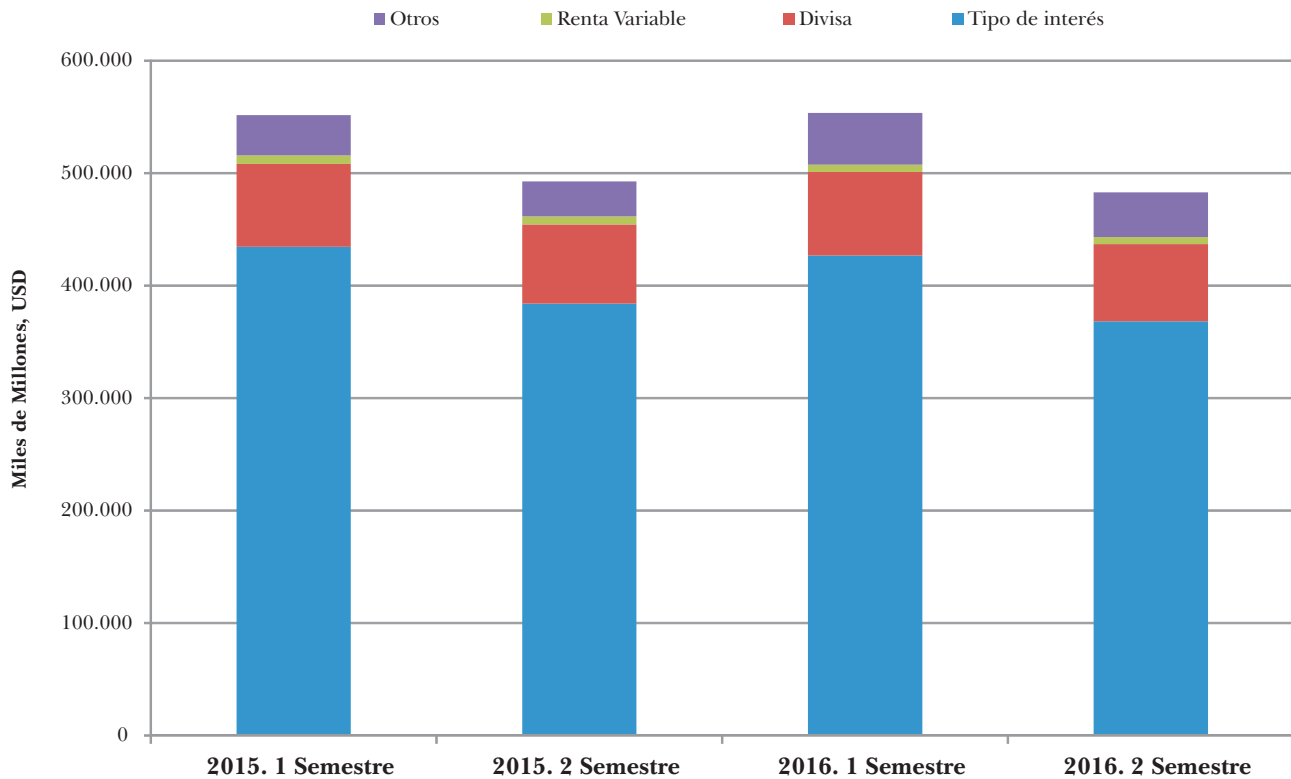
Lamentablemente todavía no se han definido los criterios que permitan establecer la obligación de negociación para cada tipo de producto, si bien sí se ha relacionado ésta con la obligación de compensación definida por EMIR. Por lo tanto, para que un contrato sea elegible como de negociación obligada primero tiene que haber sido incluido en la lista de obligación de compensación.

ESMA sigue trabajando en definir la obligación de negociación, por lo que el pasado mes de julio publicó una consulta sobre este tema. Sin embargo, puesto que los derivados sobre renta fija e IRS constituyen la mayor parte de la negociación en los mercados OTC (ver Gráfico 2) dicha consulta estaba centrada en este tipo de contratos.



**CUADRO 2. VOLUMEN NOMINAL VIVO DE LOS CONTRATOS DE PRODUCTOS DERIVADOS EXISTENTES EN EL MUNDO POR TIPO DE SUBYACENTE**

Datos en miles de millones de euros



Fuente: Banco Internacional de Pagos (BIS).

MEFF tiene la opinión de que la obligación de negociación debería ser para todos los contratos estandarizados negociables en al menos un Mercado Regulado, ya que éstos ofrecen todas las garantías de cumplimiento con la regulación vigente y cuentan con una ECC (debidamente autorizada por el procedimiento establecido en EMIR) que evita cualquier riesgo de contrapartida.

**LIQUIDEZ Y NUEVA FIGURA DE CREADOR DE MERCADO**

Otro de los puntos que la norma pretende reforzar es la liquidez en los mercados, ya que cuánto más líquidos sean los contratos negociables en un

Centro de Negociación más se protege al inversor, en tanto en cuanto se le asegura dicha liquidez en todo momento.

Para ello establece que toda aquella entidad que tenga precios de compra y venta de forma simultánea en un contrato durante al menos la mitad del horario del mercado en la mitad de los días de un mes, deberá firmar un contrato de Creador de Mercado con el Mercado Regulado o SMN donde envíe los precios.

De esta manera MEFF tendrá la tarea de realizar una supervisión y vigilancia continua sobre las entidades que operen en sus libros, observando si alguno de ellos realiza una operativa que cumple los requisitos de Creador de Mercado



definido por MiFID II, y obligando a esta entidad a firmar un contrato como tal.

Las condiciones mínimas de los contratos de Creador de Mercado están recogidas en el Reglamento Delegado correspondiente y pretenden asegurar que los Creadores estén presentes en el libro de órdenes, salvo en situaciones excepcionales en las que sería imposible cotizar. Los Mercados Regulados podrán mantener sus programas de incentivos, haciéndolos compatibles con la nuevas responsabilidades de los Creadores de Mercado.

Desde hace tiempo MEFF cuenta con la figura de Creador de Mercado asociado a los sistemas de incentivos que se han ido implementando en los distintos grupos de contratos. El resultado de esta colaboración entre MEFF y los Creadores de Mercado ha sido la mejora de la liquidez que ofrecen los productos negociados y, como consecuencia, unas pantallas de precios competitivas con el resto de mercados en Europa como por ejemplo, de los contratos derivados sobre acciones españolas negociables en MEFF y en otros mercados europeos.

## OBLIGACIONES DE LOS CENTROS DE NEGOCIACIÓN

MIFID II equipara los Centros de Negociación como los Mercados Regulados y los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) en cuanto a obligaciones se refieren. De esta manera establece un marco de igualdad que hasta ahora no existía, ya que los Mercados Regulados como MEFF tenían más obligaciones que los SMN.

Se contemplan los requisitos organizativos y tecnológicos que deben cumplir los Centros de Negociación que ofrezcan negociación algorítmica, de tal manera que aseguren tener unos sistemas suficientemente robustos y que pueden reaccionar parando cualquier mal comportamiento de este tipo de negociación.

Dentro de los requisitos organizativos se plantea como novedad una autoevaluación anual que deben llevar a cabo los Centros de Negociación

con el fin de dar a la autoridad competente una imagen real y comparable entre todos: del tamaño del mercado en cuanto a número de miembros de negociación algorítmica; de la capacidad del mercado medida sobre sus posibilidades de tratamiento de mensajes por segundo; del porcentaje de participación de la negociación algorítmica en el volumen negociado y en la capacidad del sistema utilizada; del número de miembros de negociación de alta frecuencia; del número de miembros que ofrecen acceso electrónico directo al mercado; de la información sobre *colocation* o *proximity*; etc.

Por otro lado se define con más detalle la función que Cumplimiento normativo debe tener dentro de un Centro de Negociación en aspectos relacionados con gobernanza, acuerdos de gobierno y planes de continuidad de negocio.

En cuanto a los requerimientos tecnológicos, se establecen criterios únicos para todos los Centros de Negociación europeos que deben observarse para garantizar la correcta capacidad y resiliencia de los mismos, teniendo que medir la capacidad del sistema y cumplir con unas obligaciones de monitorización.

Adicionalmente, se definen el tipo de pruebas a las que se deben someter los sistemas de negociación, así como las que deben pasar las aplicaciones de los Miembros que se conectan al mercado para el envío de órdenes y negociación.

A los Centros de Negociación se les exigen unos mecanismos de control que tienen como objetivo evitar desórdenes producidos por un mal comportamiento de un negociador algorítmico. Estos controles se centran en limitar el número de mensajes u órdenes por segundo, establecer mecanismos para controlar la volatilidad o controles previos a la negociación, así como capacidad para suspender la negociación de un operador.

Las obligaciones para MEFF en este ámbito, desarrolladas en el Reglamento Delegado (UE) 2017/584, no varían mucho respecto a las que actualmente existen, pero sí se especifican con más detalle los criterios a cumplir. Como ejemplo podemos hablar de las pruebas de conformidad



que deben pasar las aplicaciones que los participantes usan para el envío y/o case de órdenes. Estas pruebas ya existen, pero se completarán con los nuevos aspectos definidos en la norma.

La existencia de una norma europea que además incluye bajo su ámbito los SMN crea un espacio más justo y equitativo, donde todos los mercados deben disponer de una base de sistemas y procedimientos que se exigen de forma común.

La aplicación de MiFID II a los mercados de derivados y renta fija introduce como novedad una nueva categoría de Centro de Negociación, el denominado Sistema Organizado de Contratación (SOC u OTF por sus siglas en inglés). La diferencia con las otras categorías de Centros de Negociación, Mercado Regulado y Sistema Multilateral de Negociación, es que en los SOC, la negociación puede tener lugar a través de reglas discrecionales y permite que el gestor del SOC opere a través de la interposición de su cuenta propia sin asumir riesgos, lo que se conoce como «Matched Principal Value». Esta nueva categoría de Centro de Negociación pretende dotar de transparencia y estructura organizativa a ciertos mercados OTC de productos derivados y también de renta fija.

### **NUEVO REGISTRO DE ÓRDENES Y COMUNICACIÓN AL REGULADOR MÁS DETALLADA**

Enlazando con la mejora de la transparencia que busca esta nueva regulación, aparecen nuevos campos en las órdenes y en la comunicación de

operaciones que los participantes de los mercados deben hacer a la correspondiente Autoridad Europea.

El nuevo registro de órdenes que los Centros de Negociación deben almacenar ha sido desarrollado por ESMA en el Reglamento Delegado (UE) 2017/580. En él se establecen los campos y detalles de las órdenes que el Centro de Negociación debe guardar y poner a disposición de la Autoridad Competente cuando ésta se lo solicite.

Entre los nuevos campos a añadir en cada orden hay tres destacables: identificación del cliente, el decisor dentro de la empresa y el ejecutor dentro de la empresa.

MEFF ha trabajado aunando el cumplimiento estricto de la regulación y facilitando a sus Miembros de Mercado y participantes dicho cumplimiento. Para ello ha participado en foros y reuniones con FIA (Futures Industry Association) y FESE (Federation of European Securities Exchanges) para finalmente ofrecer a sus Miembros soluciones comunes con otros mercados.

En cuanto a la comunicación de operaciones a la Autoridad Competente que los participantes venían haciendo, se ha visto ampliada haciéndola más compleja. De los 23 campos actuales se ha pasado a 65. Esta mayor cantidad de información pone de relieve, una vez más, el objetivo que se ha marcado ESMA de tener disponible toda la información de la contratación en los Centros de Negociación. Es destacable que la negociación en los mercados OTC también debe ser comunicada a ESMA a través de un Agente de Publicación Autorizado (APA) previamente admitido por el propio organismo regulador.



# EL NUEVO MERCADO DE RENTA FIJA EN MIFID II

**Julio Alcántara Lera**  
**Director General. BME Renta Fija**  
**Gonzalo Gómez Retuerto.**  
**Subdirector General. BME Renta Fija**

## RESUMEN EJECUTIVO

Los mercados de bonos están viviendo una gran transformación en su estructura de funcionamiento. El modelo tradicional de negociación de activos de renta fija, basado principalmente en la voz –contratación telefónica– y con negociación bilateral, ha ido cambiando gradualmente en los últimos años hacia un mayor protagonismo de la operativa soportada por sistemas de contratación electrónicos, en los que la ejecución de las operaciones tiene un componente fundamentalmente multilateral. Este cambio, y la mayor presencia de la negociación electrónica en los mercados de renta fija, ha estado impulsado por tres factores fundamentales: (i) el desarrollo que ha experimentado la tecnología de comunicaciones aplicada a los mercados financieros, que permite el envío de órdenes a los centros de contratación automáticamente, sin intervención humana, de forma masiva y con bajas latencias, (ii) el propio crecimiento de los mercados de bonos, en volúmenes y número de participantes (emisores, inversores, intermediarios,..), como ejemplo, la deuda viva en los mercados de bonos mundiales pasó de tener un tamaño de 57 billones de \$ en 2014 a más de 100 billones en 2016, y (iii) la nueva regulación que resulta aplicable a los mercados y productos de renta fija.

De todos estos factores la regulación está siendo sin lugar a dudas el principal catalizador del cambio en los mercados de bonos en los últimos tiempos. La tabla 1 incluye los principales hitos regulatorios que ha vivido / está viviendo el mercado español en los últimos meses. Como se ve, según ha sido definido por varios autores y asociaciones profesionales en repetidas ocasiones, se

trata de un verdadero «tsunami regulatorio» que impacta directamente en todas las fases de cotización, contratación, publicación, liquidación, reporte y supervisión, que tienen lugar en los mercados financieros y que, por tanto, obliga a todos los sujetos que de una forma u otra participan en ellos; entidades financieras, ESIs, brokers, inversores, bolsas de valores y gestores de infraestructuras de contratación, supervisores etc... a analizar con detalle las exigencias provenientes de la nueva regulación, descubrir los efectos que las nuevas normas tienen, o pueden tener en el futuro próximo, en sus modelos de negocio y, en consecuencia, adaptar sus prácticas operativas y sistemas para ajustarlos a este nuevo entorno para los mercados de bonos.

BME ha trabajado durante meses en la transición tecnológica de sus sistemas de negociación de renta fija hacia esta nueva realidad. La Plataforma SEND Smart Renta Fija ha incluido nuevas funcionalidades y modalidades de contratación que buscan dar cumplimiento a las nuevas obligaciones de transparencia, mejor ejecución e información a supervisores que las Entidades de Crédito y Empresas de Servicios de Inversión que operan en renta fija tienen, para poder seguir ofreciendo a sus Miembros del Mercado y clientes en general los servicios de enrutamiento, contratación y reporte de operaciones con los que dar el mejor cumplimiento a su operativa bajo MiFID II.

## PRINCIPALES IMPLICACIONES DE MIFID II Y MIFIR EN LOS MERCADOS DE RENTA FIJA

De todos los cambios regulatorios propuestos, por su amplitud y alcance, la Directiva MiFID II



TABLA 1. PRINCIPALES HITOS REGULATORIOS EN LOS MERCADOS DE RENTA FIJA

Normativa	Fechas	Objetivos
○ Reforma y T2S	Fase I: 27 abril 2016 Fase II: 17 sept 2017	→ Liquidación en T+2. → Registro por saldos. → Sistema único de liquidación. Cambiarse la firmeza. → Estandarización paneuropea de la post contratación.
○ MAD (I & II) / MAR	3 julio 2016	→ Garantizar la integridad de los mercados financieros. → Evitar <i>insider dealing</i> , manipulación de mercado, <i>reporting</i> de transacciones sospechosas, etc → Publicación de <i>research</i> . → Definición de reglas homogéneas en los mercados.
○ MiFID II / MiFIR	3 enero 2018	→ Transparencia de mercado ( pre y post ). → Mejor ejecución para el inversor. → Protección del inversor. → Cambio en la estructura del mercado. → Mayor <i>reporting</i> de operaciones.
○ CMU	2017 y 2018	→ Movilización de capital hacia compañías, PYMEs, financiación de infraestructuras y proyectos. → Desarrollo de mercados de capitales más profundos. → Facilitar la inversión transfronteriza. → Promover la estabilidad del sector financiero. → Buscar la convergencia supervisora

y su regulación de desarrollo MiFIR son, sin lugar a dudas, las piezas normativas de mayor impacto para la operativa de renta fija. MiFID II y MiFIR tienen como principal objetivo contribuir a la definición y establecimiento de un sistema financiero más seguro, más transparente y que, por ende, proporcione un mejor servicio a la economía real y a la sociedad en su conjunto.

MiFID II y MiFIR amplían el ámbito de aplicación de la actual Directiva MiFID estableciendo nuevas obligaciones y requisitos para las entidades financieras, empresas de servicios de inversión, bolsas, operadores de sistemas multilaterales de negociación (SMNs), etc. en las actividades que desarrollen respecto de la contratación de instrumentos financieros y en la operación de los mercados de valores.

Los principales objetivos que persigue la nueva regulación son:

- Trasladar la operativa de contratación de instrumentos financieros desde el ámbito OTC («Over The Counter») hacia los *tra-*

*ding venues* definidos por la Directiva; Mercados Regulados, SMNs y Organized Trading Facilities –OTFs– (traducidos a la legislación española como Sistemas Organizados de Contratación –SOCs–).

- Además, se define un nuevo tipo de operador en los mercados denominado Internacionalizador Sistemático ( IS ). Son entidades crédito o empresas de servicios de inversión (ESIs) que ejecutan, al margen de un mercado regulado o de un sistema multilateral, por cuenta propia, las órdenes de clientes de forma organizada, frecuente y sistemática. La operativa de los IS está sujeta a la provisión de cotizaciones de forma abierta, regular y continua, y a determinados requisitos en materia de transparencia y tamaño de las operaciones.
- Incrementar la transparencia en los mercados mediante la extensión a los instrumentos de renta fija de los requisitos de transparencia pre y post negociación que venían exigiéndose para la renta variable.





- Promover mercados más ordenados, con la determinación de reglas específicas para los sistemas de cotización y contratación algorítmicos.
- Mejorar los sistemas de reporte e información a las autoridades supervisoras para el desarrollo de las facultades de vigilancia sobre los mercados que la Directiva les otorga.

Con estos objetivos generales, las principales novedades regulatorias introducidos por MiFID II y que, en particular, afectan a los mercados de renta fija en las distintas fases en las que tiene lugar la operativa son:

- En la fase de cotización de órdenes.
- *Nuevo régimen de transparencia pre negociación*

Es quizá la novedad más relevante de MiFID II para los mercados de renta fija. La nueva Directiva establece la obligación de hacer transparentes la cotizaciones y volúmenes sobre valores de renta fija antes de su ejecución. Para ello las autoridades europeas, Autoridad Europea de los Mercados de Valores (ESMA) y la Comisión Europea (CE), conjuntamente con los reguladores y supervisiones nacionales, determinarán qué valores tienen la consideración de líquidos y qué tamaño de órdenes deben ser publicadas y hacerse pre transparentes, bien porque se encuentren por debajo del límite definido como *Large In Scale* (LIS), órdenes de elevado tamaño, o por su volumen en comparación con el resto de órdenes habituales en ese código valor, *Size Specific To the Finan-*

*cial Instrument* (SSTI). Los activos líquidos y los límites de volúmenes que determinan la exigencia de publicidad serán revisados y publicados periódicamente por los supervisores.

A pesar de esta nueva obligación de información, las entidades que operen sobre productos de renta fija podrán acogerse a determinadas exenciones – *waivers* – de publicación de información de precios con carácter previo a la negociación y/o retrasar la publicación de los precios ejecutados (información post contratación) atendiendo a la liquidez del activo, de la emisión, el modelo de mercado que sigan y/o a la tipología de orden (multilateral, con solicitud de volumen RFQ,...) sobre la que estén operando.

Esta nueva exigencia de transparencia y, en su caso, la aplicación de las distintas exenciones obligará a los *tradings venues* e Internalizadores Sistemáticos que operan en los mercados a monitorizar en tiempo real cada una de las órdenes que reciban para, de esta manera, cumplir los nuevos requisitos de transparencia pre negociación y, una vez contratadas las operaciones, los diferimientos aplicables a las ejecuciones.

El 11 de septiembre ESMA publicó los cálculos transitorios con los que se determinan los primeros umbrales LIS y SSTI que serán de aplicación de forma transitoria desde el 3 de enero de 2018 para los productos de *non-equity*, renta fija y derivados, hasta la primera revisión que tenga lugar en 2018, una vez que ESMA cuente con informes de actividad actualizados.



**TABLA 2. CÁLCULOS TRANSITORIOS DE LOS UMBRALES SSTI Y LIS PARA BONOS**  
(Cifras en € )

Tipo de bono	SSTI pre-trade	LIS pre-trade	SSTI post-trade	LIS post-trade
Bonos del Tesoro	700.000	6.000.000	10.000.000	25.000.000
Bonos Públicos	400.000	3.500.000	5.500.000	15.000.000
Bonos Convertibles	500.000	1.500.000	2.000.000	3.000.000
Cédulas	300.000	1.500.000	3.000.000	7.000.000
Bonos Corporativos	300.000	1.000.000	1.500.000	2.500.000
Otros	300.000	2.000.000	4.000.000	15.000.000

- *Acceso no discriminatorio a los trading venues*  
Los sistemas de contratación deberán proporcionar acceso no discriminatorio a las entidades/clientes que les soliciten operar sobre los valores contratados en ellos, garantizando la igualdad de trato a todos los participantes.
- *Mayor gestión e información disponible sobre órdenes recibidas y enviadas*  
Las entidades de crédito y ESIs deberán disponer de sistemas efectivos de control y notificar a las entidades supervisoras competentes y a los *trading venues* su participación en sistemas de *trading* algorítmico, así como asegurarse de que estos sistemas están totalmente probados, certificados y monitorizados.

Asimismo, los Regulatory Technical Standards (RTSs) de MiFID II han definido nuevas exigencias de información sobre las órdenes que se reciben de los clientes, estableciendo un mayor número de campos y datos que deben ser conservados sobre cada una ellas por las entidades o los sistemas de contratación participantes en la ejecución de las mismas.

Toda esta información puede ser solicitada por los organismos supervisores de los mercados, a demanda en aquellos casos en los que se observen prácticas que pudieran ser irregulares.

- En la fase de ejecución de las operaciones.
- *Mejor ejecución de las órdenes. Best execution.*  
La Directiva MiFID II ha ampliado los requisitos de mejor ejecución de órdenes que ya definió en su día MiFID. Mientras que la Directiva MiFID determinó que las entidades participantes en las operaciones deberían tomar «todas las medidas razonables» para garantizar la mejor ejecución de las órdenes de sus clientes, MiFID II requiere que «se deberán tomar todos los pasos suficientes» cuando las entidades consideren «los precios, costes, velocidad y probabilidad de ejecución, tamaño y naturaleza de la orden y cualquier otra consideración relevante» a la hora de canalizar y ejecutar las órdenes recibidas hacia los distintos *trading venues*. Asimismo, MiFID II obliga a las entidades a cerciorarse de la equidad de los precios proporcionados a los clientes en el momento de ejecutar sus órdenes.

El cambio en la redacción del criterio de mejor ejecución de las órdenes y la mayor exigencia que MiFID II establece sobre el mismo, al incorporar los conceptos de suficiencia y equidad a la hora de ejecutar las órdenes, parecen sugerir que habrá un mayor control de los supervisores sobre el cumplimiento de la *best execution* por parte



de las entidades participantes en los mercados de renta fija.

- En la fase de post contratación y *reporting* al Supervisor.
- *Régimen de transparencia post ejecución*  
Al igual que ocurre con la información de pre contratación, una vez ejecutada una operación las entidades participantes deberán difundir los datos más relevantes de la misma al mercado. De la misma manera, esta difusión deberá hacerse teniendo en cuenta los plazos definidos por los reguladores en función de la liquidez del valor y el tamaño de la orden, LIS y SSTI, y siguiendo los volúmenes que ya han sido publicados.
- *Modificaciones en el reporte de operaciones – Transaction reporting.*  
Bajo MiFID, con el *transaction reporting*, la necesidad de comunicación de las operaciones aplicaba a los instrumentos financieros admitidos a cotización en un Mercado Regulado (MR). MIFID II amplía la necesidad de *reporting* a cualquier instrumento admitido a cotización o para el cual se haya solicitado la admisión en un MRs, SMNs u OTFs, así como para cualquier instrumento financiero cuyos precios guarden relación o se establezcan en base a esos instrumentos admitidos a cotización.

Asimismo, los estándares técnicos de MiFID II han establecido un mayor número de campos sobre los detalles de la ejecución y sus participantes, que deben ser reportados de manera mucho más exhaustiva al supervisor en cada una de las operaciones. Así por ejemplo, en particular, el requisito de sincronización de relojes comerciales que recoge la Directiva MiFID II, y por el cual todos los participantes en el Mercado están obligados a informar a ESMA con exactitud del momento en el que envían sus órdenes hacia los centros de contratación y/o eje-

cutan las operaciones, resulta vital para la precisión y fiabilidad de la asignación de la marca de tiempo (registro de fecha y hora) de cada proceso y, por tanto, para la determinación del cumplimiento de la norma, pero tiene repercusiones directas sobre numerosos ámbitos de la negociación en los mercados financieros y, como ocurre en la renta fija, es claramente incompatible con modelos de mercado en los que la negociación tiene lugar de manera descentralizada.

- *Desarrollo de Consolidated Tapes.*

La nueva Directiva MiFID II promueve el desarrollo de sistemas y mecanismos electrónicos a los que los participantes en los mercados deban reportar información de forma centralizada y en tiempo real para que a su vez estos sistemas puedan distribuir la información sobre la actividad, precios y volúmenes existentes en los mercados.

## ESTRUCTURA DE LA NUEVA PLATAFORMA DE CONTRATACIÓN SEND

La negociación en los Mercados de productos de renta fija dependientes del Grupo Bolsas y Mercados Españoles (BME) se desarrolla en el sistema electrónico de negociación de renta fija SEND Smart Renta Fija. Este sistema ha sido adaptado a las especificaciones técnicas y formales establecidas por MiFID II y MiFIR para adecuar su funcionamiento a los nuevos requerimientos que establece la regulación, de manera que a través del mismo los participantes puedan cumplir con las nuevas obligaciones de esta normativa.

A continuación se describen las características fundamentales de la nueva Plataforma de contratación de instrumentos de renta fija SEND Smart Renta Fija en lo que se refiere a quiénes son sus Participantes y cómo se negocian y liquidan las operaciones que se ejecuten en ella.



### *PARTICIPANTES EN LA PLATAFORMA SEND*

La actividad en el Mercado está disponible para los intermediarios financieros que son Miembros del mismo – sociedades y agencias de valores y entidades de crédito –, quienes, de acuerdo con su condición, intermediarán las ejecuciones de operaciones sobre valores admitidos a negociación en el Mercado.

- Miembros del Mercado

Podrán ser Miembros del Mercado las entidades que cumpliendo los requisitos técnicos y de recursos humanos exigidos ostenten la condición de:

- empresas de servicios de inversión(ESI) que estén autorizadas para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia.
- Entidades de crédito(EC) españolas.
- ESIs y ECs autorizadas en otros Estados miembros de la Unión Europea (UE) que estén autorizadas para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia.
- ESIs y ECs autorizadas en un Estado que no sea miembro de la UE, siempre que para operar en España, además de cumplir los requisitos previstos en la legislación vigente, en la autorización dada por las autoridades de su país de origen se le faculte para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia, y que la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) no haya denegado o condicionado el acceso de estas entidades al Mercado, de conformidad con lo previsto en la citada norma.
- Administración General del Estado, actuando a través de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, la Tesorería General de la Seguridad Social y el Banco de España.
- Asimismo, podrán ser Miembros del Mercado aquellas otras entidades que a juicio

de la Sociedad Rectora del mismo sean idóneas, posean un nivel suficiente de aptitud y competencia en materia de negociación, tengan establecidas medidas de organización adecuadas y dispongan de recursos suficientes para la función que han de cumplir.

Las entidades Miembro tienen derecho a participar y a efectuar en el Mercado las operaciones que estén autorizadas a realizar conforme a su régimen jurídico específico, teniendo todos ellos idénticos derechos en cuanto a la recepción de la información, acceso a los medios técnicos del Mercado y la utilización de sus servicios.

Los Miembros del Mercado deberán cumplir en todo momento los requisitos previstos en la legislación vigente de acuerdo con la condición en la que operen, aceptando los procedimientos y modalidades de negociación establecidos por el Mercado, así como ajustarse a los procedimientos de liquidación y de registro de valores establecidos, como consecuencia de los convenios celebrados con depositarios centrales de valores o cámaras de contrapartida central en los que se vayan a liquidar las operaciones que ejecuten.

- Entidades mediadoras del Mercado

Adicionalmente podrán desarrollar actividades de negociación en el Mercado aquellas entidades autorizadas a prestar servicios de inversión a terceros, con carácter profesional, sobre instrumentos financieros conforme a lo señalado en la normativa vigente. Estas entidades Mediadoras están autorizadas a introducir órdenes en los sistemas de contratación del Mercado por cuenta de los Miembros del mismo proporcionándoles servicios de intermediación y/o *routing* de órdenes.

Las entidades Mediadoras estarán sujetas a las mismas obligaciones previstas anteriormente para los Miembros del Mercado, excepto las relativas a la aceptación de los procedimientos



de liquidación y registro de valores y procedimientos y actuaciones resultantes de incidencias en liquidación, ya que estas entidades no liquidan operaciones.

El objetivo que se busca a través de esta amplia arquitectura de Miembros del Mercado y entidades Mediadoras potencialmente autorizadas a participar es tratar de hacer llegar la Plataforma al mayor número posible de entidades sujetas a la nueva regulación establecida por MiFID II y MiFIR, de manera que el Mercado pueda darles servicios regulatorios en el cumplimiento de las obligaciones que se derivan de la normativa.

### *NEGOCIACIÓN DE VALORES*

- Características de la negociación.

La negociación de valores en la Plataforma se caracteriza porque la cotización y case de las operaciones se produce de forma electrónica y en euros nominales, debiendo ser el importe nominal de cada valor igual o múltiplo del nominal unitario de la emisión.

Además la negociación en la Plataforma es continua durante la sesión de negociación, de 9:00 a 17:30h, y anónima, ya que no se identifica a las entidades en las posiciones ni en las negociaciones, mostrándose únicamente las

negociaciones realizadas y las primeras veinte posiciones compradoras y vendedoras de precios diferentes.

El Mercado difunde en tiempo real la información relativa a su actividad. Concretamente la información acerca de las órdenes que se introduzcan sobre los valores admitidos a negociación en el Mercado y de los datos necesarios para operar sobre ellos, de acuerdo con las nuevas normas aplicables a la difusión de información previa a la negociación (pre transparencia). Así, por cada instrumento financiero, el Mercado publicará el número agregado de órdenes y el volumen que representa en cada nivel de precios, para al menos, los cinco mejores niveles de precios comprador y vendedor.

Asimismo, el Mercado difundirá, en los términos previstos por la legislación aplicable en materia de difusión de información y en la fase posterior a la negociación, la información relativa a todas las operaciones sobre valores admitidos a negociación en el Mercado que se hayan realizado a lo largo de cada sesión de contratación.

Diariamente, el Mercado pondrá a disposición de cada Miembro y entidad mediadora, en su caso, un fichero con el detalle pormenorizado de la información relativa a las operaciones realizadas por cada uno de ellos en el Sistema SEND Smart.

**TABLA 3. TIPOS DE VALORES DE RENTA FIJA CONTRATADOS EN LA PLATAFORMA**

Código	Descripción
AUT	Deuda CCAA
BC	Bonos Convertibles
BM	Bonos Matador
BON	Bono del Tesoro
BS	Bonos
BTH	Titulización Hipotecaria
BTN	Titulización de Activos
CH	Cédulas Hipotecarias
CM	Cédulas Multicedentes
CT	Cédulas Territoriales
CUP	Cupón Segregado
LET	Letra del Tesoro
OBL	Obligación del Tesoro
ODP	Otras Deudas Públicas
OS	Obligaciones
PAG	Pagarés Tesoro
PE	Pagarés de Empresa
POE	Pagarés CCAA y otros
PPR	Participaciones Preferentes
PRL	Principal Segregado

- Sistemas de Negociación

El Mercado dispone de un sistema de negociación de libro de órdenes, a su vez con modalidades multilateral y bilateral, y de un nuevo sistema de negociación con solicitud de negociación (RFQ).

- *Sistema de negociación de libro de órdenes*

La contratación en este sistema de negociación se realiza bajo los siguientes criterios generales:

- La contratación tiene lugar electrónicamente.
- Todas las órdenes introducidas se incorporan en un único libro de órdenes, desde el

que las órdenes se canalizan de forma secuencial.

- Todas las órdenes introducidas se posicionan por orden temporal de llegada, agregándose distintos volúmenes a igualdad de precios.
- La ejecución de las órdenes se realiza de manera automática en virtud del principio de mejor precio y, en caso de igualdad, por orden temporal de llegada.

Dentro del sistema de negociación de libro de órdenes se configuran dos modalidades de negociación: multilateral, en las que las operaciones son resultado del cruce de diferentes órdenes de compra y venta introducidas por las distintas entidades en el libro de órdenes





del Mercado, y bilateral, por la que se permite la comunicación de operaciones acordadas previamente por los Miembros del Mercado.

En la modalidad de contratación multilateral, mediante la aplicación de un algoritmo de case, las órdenes introducidas en el libro de órdenes son casadas en base al mejor precio disponible y de forma continua. Bajo esta modalidad de negociación se pueden contratar en la Plataforma todas las emisiones de valores catalogados por ESMA como líquidos e ilíquidos, de conformidad con lo previsto en MiFID II, y que estén admitidas en el Mercado.

Por otro lado, bajo la modalidad de negociación bilateral se podrán contratar únicamente aquellas emisiones de valores ilíquidos listadas en el Mercado y aquellos valores líquidos cuando el tamaño de la orden supere la referencia fijada como elevado volumen *Large in Scale*, LIS, de acuerdo con lo señalado, a tal efecto, por ESMA. Esta restricción obedece a la necesidad de dotar de transparencia al resto de órdenes sobre valores líquidos y cuyo volumen se inferior al LIS.

Como facilidad para el cumplimiento de las obligaciones de transparencia por parte de las entidades, una operación bilateral introducida en el Sistema SEND Smart que tenga por objeto la negociación de valores líquidos podrá ser marcada por el Miembro del mercado con un «flag» a efectos de su calificación en relación con la referencia fijada como elevado volumen. Si la operación es marcada y el volumen de la operación bilateral es superior a la referencia LIS señalada para el valor negociado la operación se negocia en el sistema de negociación de libro de órdenes (modalidad de negociación bilateral), mientras que si la operación bilateral marcada es de un volumen inferior a la referencia LIS señalada para el valor negociado la operación se negociará en el sistema de negociación de solicitud de cotización (RFQ).

Si las operaciones bilaterales sobre valores líquidos introducidas en el Sistema no son marcada por el Miembro con un «flag», a efec-

tos de su calificación en relación con la referencia fijada como elevado volumen, y resulta que el volumen de la operación es inferior a la referencia LIS señalada para el valor negociado, la operación se cancela automáticamente.

- *Sistema de negociación con solicitud de cotización (RFQ)*

Pero la novedad más importante en lo que se refiera a los sistemas de contratación del Mercado es la puesta en marcha de un nuevo sistema de negociación con solicitud de cotización, *Request For Quote (RFQ)*.

Por este sistema multilateral se permite a los Miembros del Mercado solicitar posiciones de cotización a uno o varios Miembros del Mercado sobre los valores, líquidos e ilíquidos, admitidos a negociación en el mismo.

La cotización, o cotizaciones, solo son ejecutables por el Miembro, denominado iniciador, que realiza la solicitud, una vez haya aceptado una o varias ofertas.

En la práctica, en el sistema de negociación con solicitud de cotización (RFQ) la forma de operar será la siguiente:

- El iniciador genera una solicitud de cotización en un valor (RFQ). En ella tendrá que indicar obligatoriamente el tamaño de la orden (volumen) que solicita, y opcionalmente, podrá indicar el sentido de mismo, compra o venta, y un precio.
- La entidad iniciadora remitirá esta solicitud a uno o varios Miembros, destinatarios, que estime oportuno.
- El estado de la solicitud puede ser:
  - «RFQ» si no ha enviado precio,
  - «Indicativo» si ha indicado precio indicativo
  - «Firme Iniciador» si ha indicado precio y sólo lo envía a un destinatario.
  - «Firme Ofertante» si el Miembro destinatario cambia el precio de la solicitud que se encuentra en estado «Firme Iniciador»



Los Miembros destinatarios pueden contestar durante el plazo de vigencia de la solicitud, de acuerdo con las normas previstas por el Mercado:

- Rechazando o ignorando cualquier solicitud.
- Aceptando una solicitud «Firme iniciador».
- Cambiando el precio en una solicitud «Firme iniciador», con lo cual pasa a estado «Firme Ofertante».
- Poniendo precio a una solicitud en el estado RFQ, con lo cual pasa a estado «Firme Ofertante».

Los Miembros destinatarios de la solicitud:

- No saben cuántos destinatarios de la solicitud hay, ni el resto de las solicitudes que pueda haber en el sistema RFQ.
- Pueden anular su contestación en cualquier momento siempre que el estado de la solicitud sea «Firme Ofertante».
- Los Miembros destinatarios solo pueden responder a la solicitud RFQ recibida, aceptándola, proponiendo, en su caso, un precio o rechazándola. Adicionalmente pueden contra-ofertar proponiendo un volumen diferente al soli-

citado, pero no un valor distinto al que se refiere la solicitud.

Antes de que el Miembro iniciador proceda a aceptar una o varias de las ofertas recibidas de los Miembros destinatarios, el Mercado debe hacer público las solicitudes del iniciador.

En cualquier caso, cuando el iniciador lo decida puede:

- Añadir destinatarios para una solicitud: Si estaba en estado «Firme iniciador» pasará a «Indicativo».
- Eliminar destinatarios para una solicitud, que pasarán a estado «Canceladas».
- Modificar el precio de una solicitud «Firme Ofertante», con lo cual la solicitud pasará a estado «Firme Iniciador».
- Cancelar la solicitud por completo. Como consecuencia de esa cancelación, se cancelan las solicitudes pendientes dirigidas al resto de los destinatarios.
- Aceptar una o varias ofertas, en estado «Firme Ofertante», recibidas de uno o varios Miembros destinatarios, por su totalidad.
- La aceptación de una o varias ofertas, por su totalidad, conlleva la cancelación del resto de ofertas recibidas para la misma solicitud del Miembro iniciador.

**TABLA 4. TIPOS DE OPERACIONES Y FECHA VALOR PERMITIDA**

Descripción	Fecha valor
Multilateral	En D+2
Aplicación valor día	En D (hasta las 14:00h)
Precio convenido valor día	En D (hasta las 14:00h)
Aplicación	De D+1 en adelante
Precio convenido	De D+1 en adelante
RFQ	De D (hasta las 14:00h) en adelante



## LIQUIDACIÓN DE OPERACIONES

Por último, la liquidación de las operaciones casadas en SEND Smart Renta Fija también ha sido objeto de una profunda modificación para adaptarla a las nuevas especificaciones que marca Target 2 Securities (T2S), el nuevo sistema de compensación paneuropeo al que Iberclear ha migrado en septiembre.

De esta manera, las operaciones ejecutadas en el sistema del libro de órdenes, en la modalidad de negociación multilateral, serán enviadas directamente por el Mercado como instrucciones de liquidación (IL) al sistema de liquidación ARCO gestionado por Iberclear. Para ello, cuando un Miembro o entidad mediadora del Mercado introduzca una orden en el sistema multilateral de negociación deberá de indicar el código de cuenta de valores (CCV) de la cuenta de liquidación en la que la operación ejecutada va a ser liquidada.

Respecto de las operaciones bilaterales (aplicaciones, operaciones a precio convenido y simultáneas) ejecutadas en el sistema multilateral de negociación, deberán ser enviadas por los Miembros del Mercado a su respectiva entidad liquidadora, entidad participante en Iberclear con quien tenga suscritos acuerdos de liquidación, facilitándole todos los datos relevantes para que ésta pueda casar las instrucciones de liquidación (IL) en el sistema de liquidación ARCO, o cualquier otro con el que el Mercado llegue a un acuerdo.

En las operaciones ejecutadas en el sistema de negociación con solicitud de cotización (RFQ) las ILs serán enviadas por los Miembros del Mercado a su respectiva entidad liquidadora, entidad participante en Iberclear con quien tenga suscritos acuerdos de liquidación, facilitándole todos los datos relevantes para que ésta pueda casar instrucciones en el sistema de liquidación ARCO o a cualquier otro sistema de liquidación de aquel depositario central de valores con el que el Mercado AIAF haya alcanzado acuerdos para la liquidación de valores.

Con la habilitación de distintos procedimientos de liquidación en función de las necesidades de las entidades se persigue lograr que un mayor

número de operaciones puedan ser aceptadas en la Plataforma de cara al cumplimiento de MiFID II y MiFIR.

## CONCLUSIÓN

Los sistemas de negociación automáticos y electrónicos se han convertido en los últimos años en un pilar importante para la operativa de los mercados de renta fija.

Este proceso de migración desde los sistemas de contratación de voz y bilaterales, que históricamente son los tradicionales para la negociación de bonos, hacia los electrónicos y multilaterales ha sido bautizado como la «electronificación» o «equitización» de los mercados de renta fija, en la medida en que la negociación de renta fija adopta unas prácticas de funcionamiento que se asemejan cada vez más a los modelos de negociación seguidos por los mercados electrónicos de renta variable, en los que las operaciones tienen lugar en centros de contratación soportados por sistemas automáticos de ejecución, multilaterales, a los que los operadores e inversores envían sus órdenes de forma centralizada para buscar la liquidez que precisan y ejecutar las operaciones.

Incluso en determinados instrumentos, principalmente en aquellas emisiones más estandarizadas y que sirven como referencia al mercado, por ejemplo; los bonos *benchmark* gubernamentales, la actividad de negociación electrónica ya ha modificado completamente el entorno de contratación de los mercados, los procedimientos de determinación de los precios de los activos y los mecanismos de provisión de liquidez. Los sistemas de contratación multilaterales en los que los Creadores de Mercado vuelcan sus cotizaciones de manera automática se han convertido en la práctica en el «libro de órdenes de referencia para todo el Mercado». Sin embargo, en los bonos de renta fija privada u otras emisiones menos líquidas los ratios de negociación electrónica versus el total de mercado todavía son muy pobres y la penetración de los sistemas multilaterales para la ejecución de operaciones sobre estos productos todavía es baja.



En este escenario, MiFID II y su regulación de desarrollo MiFIR meten una velocidad más al proceso de migración de los mercados de bonos hacia sistemas multilaterales de ejecución, ya que la nueva normativa requiere que la operativa de los productos de renta fija esté sometida a mayores grados de transparencia pre y post negociación, se garantice en todo momento la mejor ejecución de las órdenes de los clientes, se reporten un mayor número de informaciones sobre cada transacción que las entidades lleven a cabo en el mercado, con mayor exhaustividad y velocidad y, por último, se dote a los supervisores de mayores competencias para el control del cumplimiento de la norma. Estas obligaciones son incompatibles con un modelo de contratación bilateral y descentralizado, salvo que los participantes en los mercados, *trading venues*, Mercados Regulados, Sistemas Multilaterales de Negociación –SMNs–, Sistemas Organizados de Contratación –SOCs, y, muy especialmente, los Internalizadores Sistemáticos, acometan importantes desarrollos tecnológicos para dotarse de las herramien-

tas necesarias con las que cumplir los nuevos requerimientos.

Este nuevo *statu quo* para los mercados de bonos y la adaptación de los sistemas a la nueva Directiva MiFID II suponen un gran reto para todos sus participantes, no exento de riesgos, pero también con grandes oportunidades. En el proceso de cambio hacia modelos centralizados y multilaterales de negociación para la renta fija los *trading venues* tienen que jugar un papel principal como aglutinadores de órdenes y proveedores de servicios regulatorios que faciliten a las entidades financieras, intermediarios, inversores y supervisores, el cumplimiento de la norma. BME ha trabajado durante meses en la transición tecnológica de sus sistemas de negociación de renta fija hacia esta nueva realidad de mercado y está preparado para seguir ofreciendo a sus Miembros del Mercado y clientes en general los servicios de enrutamiento, contratación y reporte de operaciones con los que puedan dar el mejor cumplimiento a su operativa bajo MiFID II.



# OPORTUNIDADES PARA EL DESARROLLO DE EMPRESAS FINTECH

**Ramón Blanco**  
**Co-fundador Indexa Capital**

## RESUMEN EJECUTIVO Y CONCLUSIONES

El fintech es hoy un sector muy pequeño en el mundo y aún más pequeño en España. Sin embargo recibe una atención muy superior a la que le correspondería por su tamaño en función de su potencial de disrupción.

Los nuevos competidores a los que se va enfrentar la banca no son pequeñas start ups, sino grandes competidores muy capitalizados (Apple, Amazon, Telecoms) que van a competir de manera vertical, en solo algunos de los segmentos de la banca y con modelos low cost.

Ello va a provocar previsiblemente i) bajadas de márgenes en los bancos ii) menor potencial de cross selling de productos a sus clientes.

La banca debe estar preparada para esta nueva forma de competencia, porque en otros sectores (música, clasificados, contenidos por cable) la disrupción se ha producido en espacios muy cortos de tiempo (5 años). Es probable que en los próximos años veamos pérdidas de cuota de mercado significativas por parte de los bancos tradicionales en crédito al consumo, asset management o banca privada.

Algunas de las principales normativas que afectan a las fintech en España se discuten a continuación.

- MiFID II busca dotar de transparencia al sector financiero, proteger al cliente de la compra de productos que no son apropiados para él/ella y formar a los profesiona-

les del sector financiero para que estén capacitados para vender productos financieros (sobre todo el reglamento MIFIR).

Uno de los efectos esperados de la Directiva era que el asesoramiento en productos de inversión fuera más transparente a partir de la eliminación de las retrocesiones. Dicho objetivo probablemente quede muy reducido con la configuración previsible de la trasposición, que permitirá a las entidades bancarias declararse asesores dependientes, seguir cobrándolas y desglosar dichas comisiones en un recóndito lugar de la documentación proporcionada al cliente. Sin embargo, es posible que MiFID provoque cambios en los productos y servicios vendidos por las instituciones financieras, en función de la mayor o menor carga regulatoria final.

- La PSD2 permitirá por primera vez a dos tipos de entidades, los PISPs y los AISPs, bien realizar pagos por el cliente bien acceder a información de su cuenta bancaria. Ello puede dar lugar a la desintermediación de la relación bancaria tanto en medios de pago, como en la venta de productos financieros en general, pues podría llegarse al «banco sin licencia», entidad que nos aconsejaría qué producto financiero comprar en cada momento en cada banco.
- La ley de PFPs permite a las plataformas de financiación participativa desintermediar el crédito bancario en España, ponien-



do directamente en contacto a inversores en préstamos con entidades/personas que lo necesitan. La ley de PFPs es reciente y fue elaborada con premura, por lo que necesita una revisión en profundidad para tratar temas como la toma de garantías, la inclusión del descuento de facturas, el desarrollo de los mercados secundarios.

Existen además iniciativas que necesitan urgentemente su desarrollo en España para no quedar descolgados de la innovación financiera en la UE: entre otras el desarrollo de un sandbox, la trasposición más rápida de la regulación que afecta a los vehículos de inversión y la modificación de la definición de inversor profesional (el requisito de 10 operaciones de bolsa por trimestre no demuestra en absoluto conocimiento de los mercados).

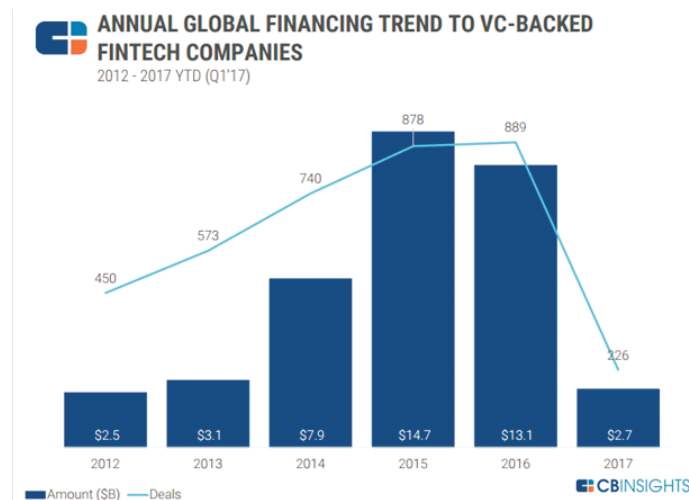
Sería en general deseable una mayor agilidad del legislador en trasponer las directivas, así como mayor flexibilidad por parte de los reguladores españoles a la hora de admitir productos y servicios amparados por las diferentes directivas y aún no traspuestos, pero no contrarios a la ley española (sino en un vacío de ley).

Por último, serían deseables tiempos más rápidos de respuesta por parte de los reguladores (como en Irlanda), mayor flexibilidad en vehículos de inversión (como en Luxemburgo), un esquema impositivo favorecedor de la inversión en compañías no cotizadas (como en UK) o un cambio de objetivos en los reguladores para favorecer la competencia (como en UK).

## ¿QUÉ HAY DE REALIDAD EN EL FINTECH?

### – En el Mundo

A pesar de todo lo que se puede leer en los medios, la inversión en compañías de fintech por parte de inversores de capital riesgo es pequeña, muy pequeña si la comparamos con el negocio bancario. CB Insights, quien realiza un tracking de dichas inversiones a nivel mundial, estima que en 2016 se han invertido tan solo 13.000 mill.\$ en compañías de fintech por parte de inversores de capital riesgo. Esto es tan solo una fracción de la capitalización bursátil de los principales bancos mundiales (los 10 principales bancos del mundo capitalizan entorno al billón de euros).



### – En España

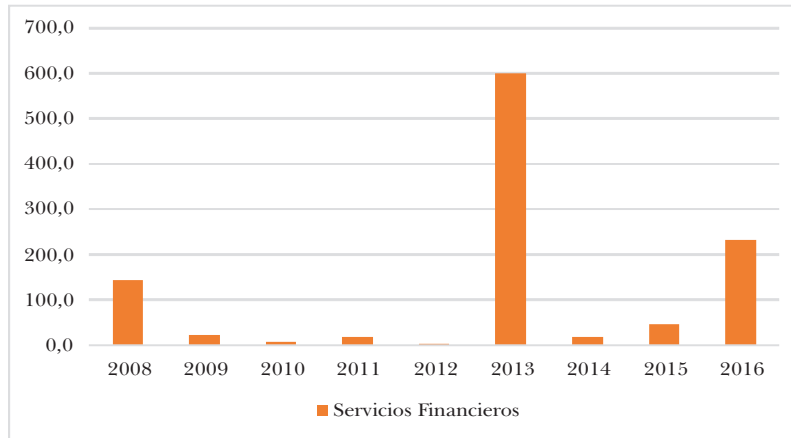
Si observamos el panorama en España, las cifras de inversión son aún mucho menores. La

inversión en compañías de fintech en 2016, fue inferior a 300 mill.€ De nuevo una fracción de los 90.000 mill.€ que capitaliza el Banco de Santander.





## EVOLUCIÓN DE INVERSIÓN EN FINTECH EN ESPAÑA (mill €)



Fuente: web capital riesgo.

¿Por qué entonces tanta información sobre las fin-tech en los medios? Por su potencial de disrupción.

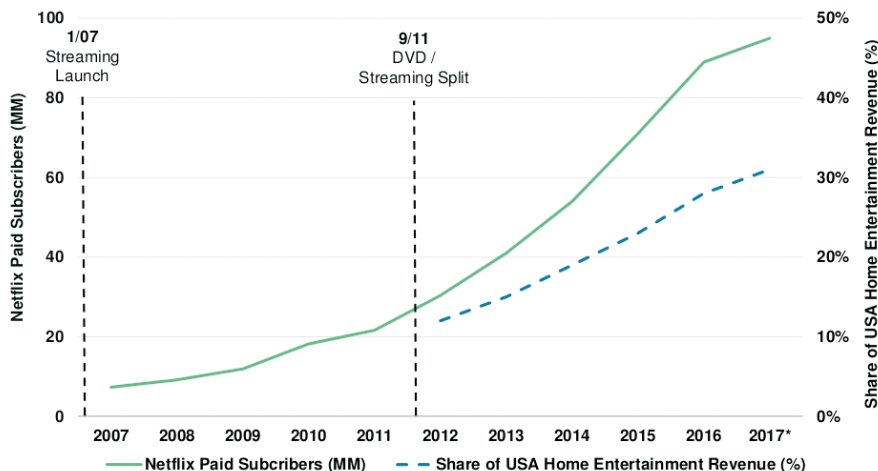
- Velocidad de disrupción en otros sectores. Los próximos 10 años.

La velocidad de disrupción de un sector no se venir. Sucede muy rápidamente. En 5 años Netflix pasó de un 20% a un 50% de cuota de mercado en el sector del cable en USA. En tan solo 7 años, las

grandes compañías discográficas vieron pasar las ventas de discos de 12 bill. USD a 2 bill. USD, a causa de la irrupción de internet en el sector.

Otros ejemplos más cercanos, podemos verlos en el sector de clasificados en España, en donde Páginas Amarillas era el líder destacado a comienzos de la década de 2010, y fue atacado por clasificados como Idealista, Mil anuncios y Google para prácticamente desaparecer.

**Netflix Subscribers, 2009 – 2017\*, Global**  
Q1:17 Streaming ARPU per Month = \$9.14



Fuente: KPCB.



Las instituciones financieras se han visto protegidas hasta ahora por 2 factores estructurales

- i) altas barreras de entrada (necesidad de capital y necesidad de una licencia)
- ii) elevada confianza de los clientes en la banca a partir de las relaciones personales establecidas por los directores de oficina con ellos.

Ambos factores van a disminuir mucho su peso en los próximos 10 años.

Se va a flexibilizar la necesidad de capital, pues los agresores no van a atacar todas las actividades de un banco sino solo algunas de ellas.

Se va a flexibilizar asimismo la necesidad de una licencia (PSD2). Y con la disminución progresiva del número de oficinas bancarias en los próximos años, la relación cliente-banco va a devenir mucho más débil, posibilitando la competencia por parte de nuevos competidores.

Y estos nuevos competidores no son start ups; son compañías tremendamente capitalizadas, que parten con 2 ventajas

- i) carecen de los legacy systems de los bancos.
- ii) están acostumbradas a desarrollar nuevos productos muy rápido.

Si realizamos un análisis por vertical bancario podemos mencionar:

- i) En banca privada, llegarán los servicios de «gestión automatizada de carteras», cuyo mayor exponente es Vanguard Personal Services. En 2 años gestiona más de 80.000 mill. de USD y no ha hecho más que empezar.
- ii) En asset management, Vanguard ya casi se ha convertido en la mayor gestora del mundo con casi 4 bill. \$ bajo gestión.

- iii) En financiación de PYMES Amazon va a ser un formidable competidor. Ya tiene cientos de miles de empresas vendiendo en su plataforma, tiene mejor información que nadie del vendedor (conoce su stock y sus ventas en tiempo real), está acostumbrado a analizarla online, y puede hacer un bundling entre sus márgenes comerciales y crediticios (i.e. ofrece un 5% de descuento en futuras compras en Amazon al usar su tarjeta de crédito). En solo dos años, y en pruebas, ha prestado 3.000 mill. de \$ a PYMEs.
- iv) En medios de pago (y depósitos) los bancos de las compañías de Telecom, tienen una gran oportunidad. Los clientes cargarán contra su cuenta telefónica ciertos recibos, y tendrán un wallet para realizar ciertos pagos (ya está pasando masivamente en Corea del Sur).
- v) En financiación al consumo, compañías como Klarna, que financian el crédito al consumo en el punto de venta, ya son gigantes.

La gran característica de este nuevo tipo de competidores, es que van a plantear una competencia vertical. No van a tratar de competir en todas las actividades bancarias, sino solo en algunas de ellas pero de manera muy profunda. De manera que si ahora estamos acostumbrados a que lo normal sea que un cliente concentre su cuenta corriente, su hipoteca, su préstamo personal, sus fondos de inversión y su tarjeta de crédito en un banco, esto va a dejar de ser la norma, y los clientes tendrán más relaciones bancarias que en la actualidad.

- Previsibles consecuencias: bajadas de márgenes y menor cross selling en los bancos
- En la tabla siguiente se puede observar lo que puede ocurrir con los márgenes de las entidades financieras en diversos productos a lo largo de la próxima década.



Vertical	Comisión bruta actual (all-in)/interés	Comisión bruta en 10 años
Fondos de Inversión	1,5-2%	Entre -0,5% y -1%
Banca Privada	2,5-3%	Entre -0,5% y -1%
Crédito Consumo/personal	Euribor +5%-10%	Entre -1% y -2%
Crédito PYMEs	Euribor +2%-10%	Entre -1% y -2%
Seguros	n.a.	-10% y -25%
Medios de Pago	n.a.	-25% y -50%

Fuente: Indexa Capital.

El resultado de esta nueva competencia podría ser para las instituciones financieras:

- Menores márgenes, fruto de una mayor competencia verticalizada con apuestas por modelos low cost.
- Menor cross selling de productos los clientes bancarios.
- Probablemente una concentración aún mayor de bancos tradicionales, que son capaces de vender todos los productos, por su necesidad de conseguir economías de escala.

En la tabla siguiente se puede observar de nuevo la posible evolución de la cuota de mercado de los nuevos competidores en diversos productos bancarios.

Vertical	Cuota de mercado hoy en España	Cuota de mercado en 10 años
Fondos de Inversión	<10%	>50%
Banca Privada	<1%	>10%
Crédito Consumo/personal	<1%	>10%
Crédito PYMEs	<1%	>10%
Seguros	tbd	tbd
Medios de Pago	<10%	>50%

Fuente: Indexa Capital.

## PRINCIPALES CONSECUENCIAS DE DIFERENTES NORMATIVAS EN EL FINTECH ESPAÑOL

### ➤ MIFID II

El pasado 16 de abril de 2014, el Parlamento Europeo aprobó la directiva MiFID II y un nuevo Reglamento MiFIR (MiFID, Directiva 2014/65) y la Regulación de Mercados e Instrumentos Financieros (MiFIR, Reglamento 600/2014), conocidas comúnmente las dos como MiFID II. Después de todos los retrasos acumulados para su implantación en España (gracias, en mi opinión, al lobby bancario español al cual protege la normativa actual), parece que finalmente MiFID II entrará en vigor en España el 3 de enero de 2018, con un retraso de más de 5 años frente al Retail Distribution Review en UK.

Desde un punto de vista comercial, los objetivos principales de la ley son en mi opinión:

- Dotar de transparencia al sector financiero, y en concreto a la parte de productos de inversión.
- Proteger al cliente de la compra de productos que no son apropiados para él/ella.
- Formar a los profesionales del sector financiero para que estén capacitados para vender productos financieros (sobre todo el reglamento MiFIR).

En general, la directiva persigue que se realice por las instituciones financieras un asesoramiento independiente. Para ello, se prohíben las llamadas retrocesiones (cobro de incentivos de las entidades por vender sus productos) por todo aquel asesor que se defina como independiente. Y para ser independiente el asesoramiento debe realizarse sobre un amplio rango de productos (no solo los de la casa) y debe abstenerse de aceptar o recibir incentivos de terceros. Los clientes recibirán además un extenso y detallado informe de asesoramiento sobre su rentabilidad y se debe mejorar la información sobre costes y comisiones que se van a cobrar.



Sin embargo, aquella entidad que no se declare independiente sí podrá cobrar esos incentivos (aunque la norma deja espacio a los reguladores nacionales para que impongan mayores limitaciones si así lo desean), pero deberá ampliar la información que proporciona al cliente: si hasta ahora se informaba de la existencia de una política general de incentivos y se proporcionaba al cliente la posibilidad bajo petición de entrar en el detalle (algo muy poco común), ahora el asesor tendrá que proporcionar desde el principio toda la información concreta sobre los incentivos que puedan resultar de las recomendaciones realizadas.

La norma dice que sólo es aceptable cobrar honorarios, comisiones o beneficios de proveedores cuando lo justifique la prestación de un servicio adicional o de nivel superior al cliente pertinente. Y este es el problema, que la propia norma europea ofrece una serie de supuestos excepcionales tan amplios para poder aplicar la exención que favorecerá el que las entidades bancarias puedan seguir cobrando retrocesiones.

El primero de ellos es «la provisión de asesoramiento no independiente sobre inversión, respecto a una amplia gama de instrumentos financieros adecuados, y el acceso a dichos instrumentos, incluido un número apropiado de instrumentos de proveedores terceros de productos que carezcan de vínculos estrechos con la empresa de inversión». ¿Qué es amplia gama, y qué es un número apropiado? La norma no lo detalla.

El segundo sería «la provisión de acceso, a un precio competitivo, a una amplia gama de instrumentos financieros que probablemente satisfagan las necesidades del cliente, incluido un número apropiado de instrumentos de proveedores terceros de productos que carezcan de vínculos estrechos con la empresa de inversión, junto con la provisión de herramientas de valor añadido, como los instrumentos de información objetiva que ayuden al cliente pertinente a adoptar decisiones de inversiones o le faculten para el seguimiento, la modelación y el ajuste de la gama de instrumentos financieros en los que haya invertido, o la provisión de informes periódicos

del rendimiento y los costes y cargos asociados a los instrumentos financieros».

¿Desde el punto de vista práctico en qué se va a traducir? Probablemente:

En la actividad de gestión discrecional de carteras:

- Las entidades que realicen gestión discrecional de carteras para sus clientes no podrán cobrar retrocesiones. Esto sí es un gran cambio con respecto al panorama actual, puesto que los gestores de carteras tendrán necesariamente que explicitar la comisión que cobran por gestionar, y devolver al partícipe toda retrocesión que reciban.
- Deben ofrecer el mejor producto para el cliente y por lo tanto no podrán ofrecer una elevada concentración de producto propio. Ello llevará a que por debajo de cierta cantidad (1 mill € en algunas entidades), lo que se venda a los clientes sean probablemente fondos de fondos, de manera que se pueda evitar la actividad típica de gestión de carteras, y se cambie por la actividad de asesoramiento. Ya que en ella, el gestor sí podrá cobrar comisión de gestión por el fondo, y dentro del mismo, cada gestora de fondos podrá cobrar su comisión de gestión también vía el fondo.

Es muy posible que veamos algo parecido a lo que ha ocurrido en UK. En donde a los clientes con elevados patrimonios se les gestiona con una comisión de gestión explícita, mientras que a los clientes de menor patrimonio se les envía a productos perfilados (el mismo producto para todo el mundo, con 3 o 4 perfiles en función del riesgo).

En la actividad de banca retail:

La mayoría de los bancos se declarará entidad dependiente (esto es, venderán su propio producto). Ello les permitirá concentrar su actividad en sus propios productos (como hasta ahora) y seguir cobrando



retrocesiones (como hasta ahora) aunque solo de su propio producto (con lo que podrían dejar de tener interés en vender el de terceros). Todo ello, a cambio de explicitar al cliente cuánto se le cobra anualmente. Si como parece, finalmente, se va a contar al cliente lo que se le cobra en un lugar recóndito de su contrato y/o de la comunicación anual, es probable que las cosas cambien bien poco para los clientes (y los bancos).

En banca retail la actividad de asesoramiento para la venta de productos de inversión deberá estar justificada. Pero si como parece, la misma podrá justificarse con un sencillo documento entregado al cliente, y no se exigirá el seguimiento de lo vendido, de nuevo es esperable que poco cambie la distribución de productos de inversión en España (recordemos que solo las 5 mayores gestoras de fondos bancarias concentran el 60% de los activos bajo gestión del mercado español).

Por otra parte, se va a exigir a las oficinas bancarias (y a cualquier institución financiera que pretenda comercializar productos financieros a clientes) que su personal esté adecuadamente formado.

Un tema que parece que no será tocado (o lo será de refilón) es el de los incentivos comerciales de los bancos. Los bancos hasta la fecha, ponen objetivos a sus redes comerciales de venta de productos. Ello a pesar de que a su cliente quizá no le convenga el producto en concreto o ni siquiera comprar un producto de inversión. En mi opinión, mientras no se ataque el tema de los incentivos, persistirá el empuje a los inversores minoristas de productos poco adecuados para los mismos.

### ➤ PSD2

La PSD2 (Payment Services Directive) viene de la Directiva 2015/2366 (la primera directiva sobre pagos viene de 2007). A notar que la PSD2 susti-

tuirá (y no complementará la PSD1 cuando entre en vigor el 13 de enero de 2018).

Se encuentra hoy todavía en período consultivo y las entidades financieras se encuentran ahora mismo haciendo lobby intenso en Bruselas para minimizar el impacto en su modelo de negocio.

Desde el punto de vista comercial, en mi opinión los principales objetivos son:

- Introducir competencia en el mundo de los medios de pago, obligando a los bancos a abrir sus sistemas a terceros.
- Permitir que otras terceras entidades puedan tener acceso a la información de las cuentas bancarias de los clientes (previamente autorizadas por ellas).

Y ello lo hace a través de la creación de 2 nuevas figuras:

- Proveedores de Servicios de Iniciación de Pagos (PISP) quienes pueden ofrecer a un cliente la realización de un pago a través de sus plataformas y conectar estas a un banco para finalizar la operación.
- Proveedores de Servicios de Información de Cuenta (AISP) quienes pueden obtener la información financiera del cliente de uno o varios bancos, que están obligados a proporcionársela, para presentarla al cliente de manera agregada y con valor añadido.

¿Qué ganan las compañías que se posicionen como PISP o AISP?

Cada una tendrá un modelo de negocio diferente, pero hay dos puntos donde claramente existe potencial para generar valor añadido:

1. Financiación: Por ejemplo, un PISP o un AISP puede conocer todos los pagos y cobros que hace un cliente en el total de su negocio y ofrecerle financiación en mejores condiciones que su banco habitual sobre el total de su volumen crediticio



2. Asesoramiento y colocación de productos: Un AISP puede conocer la posición global de un cliente en todos sus bancos siempre que el cliente le haya dado permiso. A través del análisis de su actividad es capaz de adelantarse a sus necesidades para ofrecerle productos. Por ejemplo, un AISP puede saber cuándo pagó el cliente el recibo del seguro del coche por última vez y a quien, y adelantarse al vencimiento para ofrecerle en el momento preciso un mejor producto con otra compañía.

Otros temas relevantes de la PSD2

La Directiva tiene 117 artículos y entre otras cosas se habla de:

- El alcance de la normativa
- Los requisitos y procedimientos para obtener autorización como entidad de pago
- Actividades de supervisión por parte de las autoridades competentes.
- Normas de acceso a los sistemas de pago
- Requisitos de información a los diferentes competidores en la prestación del servicio
- Gastos que pueden o no pueden ser cobrados
- Derechos y obligaciones en relación a los instrumentos de pago tanto de los usuarios como de los proveedores.
- Consideraciones sobre riesgos operativos, seguridad y autenticación de usuarios.

¿Cuándo empieza a aplicarse la normativa?

- La Directiva está vigente desde Enero de 2016, aunque a partir de esa fecha los distintos países tienen que hacer la trasposición a sus sistemas legales. Las trasposiciones se aplicarán a partir del 13 de enero de 2018, por tanto, esta es la fecha en la que realmente lo que dice la normativa aplica a efectos prácticos. Entonces ¿todo aplica a partir del 13 de enero de 2018? Realmente no, hay un par de excepciones importantes:

- Por un lado, la Directiva dice que todas aquellas entidades de pago y de dinero electrónico que ya estuviesen ejerciendo su actividad conforme a la PSD1 pueden seguir haciéndolo sin necesidad de obtener la autorización de las autoridades competentes en España hasta el 13 de julio de 2018.
- Por otro lado, hay una serie de artículos cuya implementación requiere de los documentos detallados que está haciendo la EBA (Regulatory Technical Estandar e Implementation Technical Estandar). Y dado que su implementación puede requerir desarrollos tecnológicos importantes, se dan 18 meses para su implementación desde la publicación del documento definitivo. La versión definitiva de estos documentos está prevista para verano de 2017 (según el último public hearing de la EBA en diciembre de 2016).

Desde el punto de vista práctico, en qué se va a traducir:

- Mayor competencia en medios de pago.
- Posiblemente mayor competencia para los bancos en algunos productos. Si ciertos nuevos entrantes tienen acceso a la valiosa información atesorada en las cuentas bancarias, a la hora de conceder un crédito a una pyme, toda la ventaja con que contaba un banco habrá desaparecido, el banco y el nuevo entrante se encontrarán en igualdad de condiciones a la hora de competir.
- ¿Podríamos ver un banco sin licencia? Esta es la apuesta que están haciendo algunas entidades, como ING Direct en UK con Yolt o Fintonic en España. Si un nuevo entrante tiene acceso a toda la información de las cuentas bancarias, conocerá cuando vence el seguro de coche de su cliente, y podrá realizarle una oferta de una compañía competidora justo antes de que se renueve. Así, este tipo de competidor le podrá vender un seguro de Axa, un crédito





to personal de Cofidis, una gestión discrecional de carteras de Indexa Capital, y todo ello dejando al cliente la cuenta transaccional en Bankinter. Por cierto, que la cuenta transaccional en este entorno de tipos de interés bajos es un coste neto para el banco, quien gana dinero precisamente por aquellos productos que potencialmente podría perder si va para adelante este modelo de negocio.

Obviamente y dependiendo de cómo quede finalmente la PSD2, esta podría afectar muy seriamente al negocio de los bancos minoristas europeos. Los bancos están tratando de poder controlar el flujo de información así como tener la última palabra sobre lo que se podrá o no ceder, con qué nivel de seguridad y por qué tipo de entidad. La batalla está servida y hay que esperar para ver si hay realmente un cambio significativo en el mercado o simplemente retoques cosméticos.

#### ➤ LEY PFPS

El Marketplace Lending (préstamos originados a través de plataformas) es un nuevo asset class que desintermedia la financiación bancaria. Básicamente, las plataformas ponen en contacto inversores que van a financiar créditos con pymes y/o minoristas que lo necesitan. Las principales características de estas plataformas son:

- Tienen una regulación bastante menos exigente que la bancaria, en general en España se rigen por la ley de PFPS Ley 5/2015, de 27 de abril, en su Título V. Tienen menores requisitos de capital, de compliance, de AML, que otro tipo de entidades financieras como los bancos.
- No transforman la curva de tipos de interés. Los bancos la transforman porque toman depósitos que se pueden retirar a la vista y los prestan fundamentalmente a través de hipotecas a 20 años. Como existe el riesgo de que la gente retire sus depósitos

en cualquier momento, los bancos tienen que poner capital para atender este riesgo. En el caso de las plataformas, este riesgo no existe. El inversor no puede retirar su dinero y tiene que aguantar su inversión hasta que el crédito se reembolse por completo.

- Tienen una estructura de costes mucho más liviana que las de los bancos (entre 3 y 4% sobre activos).
- Tienen un coste de financiación de los inversores superior al de los bancos (quienes se financian con depósitos bancarios al 0% actualmente).

En España la ley que regula las Plataformas de Participación Participativa es muy reciente, de 2015. En dicha ley se cubren no solo las plataformas de préstamos, sino también las de financiación vía capital. Esta ley sin embargo, deja en mi opinión, algunas lagunas importantes por cubrir. Dichas lagunas, se están ahora mismo tratando con Tesoro y CNMV por ACLE. ACLE es la recién constituida asociación de plataformas de Lending en España, de la que son miembros entidades como Lendix, MytripleA, Arboribus, Grow.ly, Loan Book, o Indexa Lending.

Las principales reformas necesarias a la ley según ACLE, asesoradas por el despacho Rubio de Casas son:

- Definir el ámbito objetivo de aplicación de la Ley: la dicción actual del artículo 46.1 de la Ley, y en particular su mención a que el destino de la financiación solicitada por el promotor sea un proyecto ha permitido una interpretación conforme a la cual el descuento de pagarés, el anticipo de facturas u otras formas de financiación del circulante se consideran excluidos del ámbito de la financiación participativa. El art. 46.1 de la Ley debería definir su ámbito de aplicación de modo que capture cualquier forma de intermediación que apele a una pluralidad de inversores para que presten crédito a empresas (o particulares, en el



- caso del crédito al consumo). Adicionalmente a la modificación del artículo 46.1 expuesta anteriormente, y siguiendo el mismo hilo argumental, se propondría a Tesoro la inclusión de un apartado adicional al artículo 50.1, el artículo 50.1 d), que incluiría la compraventa de derechos de crédito comerciales incluyendo pero no limitado a derechos de crédito documentados en facturas, pagarés o instrumentos equivalentes, certificaciones de obra y subvenciones.
- Garantías: el art. 52.1.c) de la Ley prohíbe hoy a las PFP «... recibir activos de los promotores en nombre propio, ya sea por cuenta propia o bien por cuenta de los inversores, en garantía del cumplimiento de las obligaciones de dichos promotores frente a los inversores». Esto implica, para los inversores que operan a través de PFP de préstamos, que sus préstamos no están garantizados: porque el promotor no va a expedir garantías (por ejemplo endosando pagarés recibidos de un tercero) a nombre de cada uno de los inversores. Se propondría la posibilidad de que las PFP creen filiales con la exclusiva finalidad de recibir y ejecutar, en su caso, las garantías entregadas por los promotores.
  - El artículo 87 establece la prohibición de las PFP de publicar proyectos en los que los consumidores soliciten un préstamo o crédito con garantía hipotecaria. Se propondría revisar esta exclusión para incluir la posibilidad de recibir garantías hipotecarias por parte de las PFP, al igual que pueden llevarlo a cabo otras entidades financieras. Con el fin de asegurar una salvaguarda máxima de los fondos de los Inversores, se plantearía la posibilidad de establecer una cuenta bancaria segregada donde se reciban únicamente los fondos obtenidos al ejecutar la garantía y que posteriormente serían transferidos a cada inversor.
  - Estructura de mercado: La actual regulación de PFPs establece un objeto social exclusivo muy reducido, en el que en ningún caso se incluye la posibilidad de establecer un mercado secundario. Esta falta de inclusión en la Ley va a obligar a las PFPs a constituir vehículos no regulados para facilitar la financiación a largo plazo de los promotores y la liquidez de los inversores a través de mecanismos de pre financiación. A falta de esta opción los préstamos otorgados a través de las PFPs se reducen al corto plazo. Esta pre financiación podría realizarse a través de dos vías, por un lado 1) por la propia PFP, por otro, 2) otorgada por un inversor institucional.
  - Mecanismos de inversión automatizados: La Ley prohíbe (art. 52.2.e) a las PFPs proporcionar mecanismos de inversión automatizados para los inversores calificados como no acreditados (minoristas). El resultado es que estos se ven desfavorecidos frente a los acreditados (típicamente fondos de inversión), que pueden utilizar algoritmos para tomar todos los préstamos que reúnan ciertas características identificadas por el inversor como deseables (plazo, tipo de interés, solvencia del deudor...).
  - Neutralidad de la forma de representación de los créditos (pagarés): la forma de representación de los préstamos, mediante contrato privado, póliza o pagarés, debería ser neutral; podría asegurarse esta neutralidad modificando el art. 50.1.c) de la Ley, para añadir, tras «la solicitud de préstamos», «cualquiera que sea su naturaleza o la forma en que están representados».
  - Acceso a la CIRBE: las PFP no pueden ahora acceder al fichero de la CIRBE, ni para «leer» datos sobre los promotores que solicitan préstamos a través de ellas, ni para «escribir» esos datos (suministrando información al sistema sobre la solvencia de aquellos promotores). Con el resultado de que las PFP (y sus inversores) padecen el perjuicio resultante de tener que analizar con información incompleta las solicitudes de financiación de quienes las cana-



lizan a su través; y las entidades de crédito, el perjuicio resultante de no acceder a la información sobre solvencia (o insolvencia) de los promotores que han pedido dinero a través de las PFP.

Desde el punto de vista comercial la ley puede ayudar a rebajar la enorme concentración bancaria del crédito en España. En USA, el Split entre crédito no bancario y bancario es del 75% / 25%. En Europa es del 50% / 50%, y en España es 21% / 79% (fuente Reserva Federal y UE). España es uno de los países más bancarizados del mundo, debido a la enorme capilaridad en oficinas que hasta ahora ha caracterizado a la banca española. Las PFPs son instrumentos que pueden ayudar a reducir la dependencia del crédito bancario, algo clave a la hora de vadear crisis como la del 2010 en España, donde el acceso al crédito se cerró de golpe para la inmensa mayoría de PYMES del país. Por eso es importante tener unos mercados de deuda desarrollados (de los que carecemos en España) y vehículos de financiación alternativa (las PFPs o los fondos de préstamos).

¿Cómo de grande puede ser este tipo de activo? En España ahora mismo es casi inexistente, prestando poco más de 20 mill € al trimestre. En USA está alrededor del 1% de la concesión del crédito al consumo y en UK alrededor del 3%. Y se estima que en unos pocos años, puede suponer en ambas geografías hasta un 10% del mercado de crédito personal. No es una cifra pequeña.

¿Qué puede pasar en España? España es un país difícil para las plataformas. Los bancos españoles son muy competitivos, tienen exceso de depósitos y una apuesta muy decidida por el crédito personal y el de PYMEs, visto que prácticamente no se gana dinero con los depósitos. Sin embargo hay numerosas plataformas empeñadas en dar la batalla a los bancos. Arboribus, Loan Book, Grow.ly, Lendix en Pymes. Comunitae o Ciculantis en descuento de facturas, o Paga Más Tarde y Aplazame en financiación en punto de venta.

En mi opinión se trata de un activo que va a quedarse en la cartera de los inversores institu-

cionales a largo plazo. Está muy decorrelacionado con la bolsa y con otros activos crediticios, está regulado y actualmente tiene un 2% de extra rentabilidad para el mismo tipo de riesgo. Los inversores institucionales ya han reconocido su valor añadido en USA, y el asset class se tituliza a razón de 3.000 mill \$/trimestre.

La pregunta que debemos hacernos es por qué se ha desarrollado tan poco este activo hasta la fecha en España, y sí en los países sajones. La respuesta es probablemente multifactor:

- Los bancos en España son muy competitivos.
- Los bancos tienen un lobby muy fuerte en España que levanta muchas barreras a la competencia.
- El Estado Inglés (y el Francés) han decidido prestar a pymes a través de las plataformas, lo que ha dado un empujón tremendo a las mismas (las ha dotado de respetabilidad).

#### ➤ *LMV: POSIBLES MODIFICACIONES*

Los estados más ágiles en promoción de start ups (UK, Australia) han desarrollado un protocolo para que las start ups puedan empezar a operar sin sufrir la espera de un proceso de autorización, largo y tedioso, que a menudo lleva tiempos superiores al año. Es un tema crucial para fomentar la innovación. El poder comenzar a obtener métricas, aunque sean pequeñas (ej. permitir conseguir 1.000 clientes con un saldo máximo de 2.000€ cada uno), permite captar capital de fondos de capital riesgo. La dirección actual de la CNMV parece estar de acuerdo en que es un tema importante, lo cual es una buena noticia, y es posible que lo veamos implementado en el año 2018.

Otro tema importante y en donde España está perdiendo la batalla frente a Luxemburgo o Irlanda, es en la implementación de vehículos de inversión más flexibles. En ambos países se ha desarrollado una industria de proveedores de vehículos de inversión muy eficiente. Hay



muchos proveedores, eficientes en costes (sobre todo en Irlanda), y los reguladores están muy implicados en tramitar cambios legales muy rápidamente, en respuesta a las asociaciones que representan a la industria de fondos, muy bien organizadas. Así, por ejemplo en Irlanda se pueden realizar titulizaciones de derechos asociados a rendimientos de acciones (en España no se puede hacer), o en Luxemburgo se puede hacer una SICAR por compartimentos (en España no se puede hacer). Sería deseable una mayor agilidad del legislador en trasponer las directivas, así como mayor flexibilidad por parte de los reguladores españoles a la hora de admitir productos y servicios amparados por la directiva y no traspuestos, pero no contrarios a la ley española (sino en un vacío de ley).

La modificación del régimen de inversores cualificados para invertir en productos gestionados por gestoras AIFMD es imperiosa. Para que los inversores no institucionales sean considerados profesionales, tienen que cumplir 2 de 3 condiciones. Pero 1 de ellas carece de todo sentido, realizar más de 10 operaciones de bolsa por trimestre. Esta condición es una contradicción en sí misma. Empujar a alguien a realizar tanto trading es un sinsentido, visto que el 90% de los inversores pierde dinero haciendo trading intradiario. Por otra parte, para invertir en compañías no cotizadas o en préstamos, es evidente que tener mucha experiencia en trading de productos cotizados no aporta absolutamente nada. Haríamos bien en mirar el régimen de «accredited investor» de USA o el de inversores cualificados de otras normativas europeas.

## OTRAS MEJORES PRÁCTICAS

### ➤ *CONTESTACIONES MÁS RÁPIDAS: IRLANDA*

Cuando se somete un documento a consideración del ISE (regulado por Banco de Irlanda) por ejemplo para el listing de algún producto, a partir de la primera interacción se comprometen a contestar en 48 horas. En España los plazos son habitualmente de meses y a menudo se agotan.

### ➤ *ESQUEMA IMPOSITIVO BENEFICIOSO PARA BUSINESS ANGELS: UK*

Soy consciente de que todo lo que afecta a temas impositivos es delicado y objeto de consideraciones políticas, en cuanto los partidos lo considerarán (o no) en función de si les proporciona o quita votos. Sin embargo, es algo claro que el esquema inglés de beneficios impositivos a la creación de start ups es un éxito. UK es el principal mercado europeo en creación de start ups, en VC invertido per capita. Y dentro de esa estrategia están los beneficios del programa SEIS para business angels. Ese programa permite básicamente a cualquier persona que invierta en empresas de nueva creación, deducirse hasta un 45% de su inversión en su IRPF, exención de plusvalías tras 3 años y 50% de exención en las plusvalías de reinversiones sucesivas. Ello tiene no solo un impacto financiero en los bolsillos de los inversores, sino que ha creado una cultura de emprendimiento en el país. Ello se ha aplicado específicamente al sector fintech, haciendo de UK el hub número 1 del mundo en fintech, por encima de USA.

### ➤ *CAMBIO DE OBJETIVOS DE LOS REGULADORES: UK*

De nuevo posiblemente algo más fácil de decir que hacer. Pero como todo, es una cuestión de voluntad. Los objetivos de los reguladores no deben ser en mi opinión solo transparencia, liquidez de los mercados o protección de los inversores. También deben tener el objetivo de fomentar la competencia (o fomentar la innovación). Esto es lo que ha hecho el FCA. Se ha dotado de este instrumento, y ese cambio de cultura se puede observar a todos los niveles. En España, los reguladores españoles carecen de este objetivo explícito. Y ello hace que la introducción de competencia por parte de modelos de negocio innovadores sea visto a menudo más como un problema que como una solución. Por otra parte, si esto no se corrige, en una generación otros países o geografías habrán desarrollado modelos más innovadores, que generarán desplazamiento



de empleo y valor añadido hacia otras geografías, fuera de España.

Si los ingleses lo han logrado, tiendo a pensar que es posible, que es una cuestión de voluntad sobre todo política.

### FUENTES CONSULTADAS

<https://www.boe.es/doue/2014/173/L00349-00496.pdf>

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=ES>

<https://blog.bankinter.com/economia/-/noticia/2014/06/04/nueva-normativa-financiara.aspx>

[https://www.elconfidencial.com/mercados/2017-03-21/mifid-ii-coladero-bancos-comisiones-retrocesion-fondos-inversion\\_1351368/](https://www.elconfidencial.com/mercados/2017-03-21/mifid-ii-coladero-bancos-comisiones-retrocesion-fondos-inversion_1351368/)

[https://es.wikipedia.org/wiki/Directiva\\_sobre\\_Mercados\\_de\\_Instrumentos\\_Financieros](https://es.wikipedia.org/wiki/Directiva_sobre_Mercados_de_Instrumentos_Financieros)

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A32015L2366>

<https://es.linkedin.com/pulse/preguntas-frecuentes-sobre-la-psd2-%C3%BA%ltima-directiva-y-antonio>

<https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2015-4607>

<http://acle.es/crowdlending/>

<http://www.seis.co.uk/>

<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/glossary/G2976.html>







# EL NUEVO REGLAMENTO EUROPEO SOBRE FONDOS DEL MERCADO MONETARIO

**Elisa Ricón Holgueras**  
**Directora General de INVERCO**

## 1. INTRODUCCIÓN

Los Fondos del Mercado Monetario (en adelante, FMM) se utilizan habitualmente como alternativa a los depósitos bancarios, pues ofrecen diversificación de las inversiones, liquidez instantánea y un valor relativamente estable, características que los convierten en una opción razonablemente segura para la inversión a corto plazo de grandes cantidades de efectivo.

Además, los FMM representan un importante proveedor de financiación a corto plazo de la economía real, en su papel como adquirentes de instrumentos del mercado monetario a corto plazo emitidos por entidades financieras, Estados y empresas, como letras del Tesoro, papel comercial y certificados de depósito.

Las solicitudes de reembolso masivas podrían forzar a los FMM a vender una parte de sus activos en un mercado bajista, favoreciendo una crisis de liquidez. En esas circunstancias, los emisores del mercado monetario pueden afrontar graves dificultades de financiación si los mercados de papel comercial y otros instrumentos del mercado monetario se secan. Esto a su vez podría dar lugar a un contagio dentro del mercado de financiación a corto plazo, con los consiguientes riesgos para la financiación de entidades financieras, sociedades y gobiernos y, por ende, para la economía en su conjunto.

Por ello, los FMM se consideran entidades de importancia sistémica y han llamado la atención del regulador europeo en varias ocasiones. Ya en 2010, CESR (antecesor de la actual ESMA, *Euro-*

*pean Securities and Markets Authority*) emitió una Guía<sup>1</sup> en la que se identificaban dos tipos de FMM (los estándar y los de corto plazo) y se establecían los requisitos que debían seguirse en la composición de su cartera y en la gestión de sus riesgos. Sin embargo, dicha guía sólo fue aplicada en doce países (entre ellos, España).

Con el objetivo de preservar la integridad y estabilidad del mercado europeo, el regulador europeo consideró conveniente dictar una normativa que armonizara y clarificara los requisitos prudenciales de los FMM, y para ello la Comisión Europea publicó una Propuesta de Reglamento, sobre la que se ha alcanzado recientemente un acuerdo, después de negociaciones que se han prolongado más de tres años<sup>2</sup>, dando

---

<sup>1</sup> Guía CESR sobre Fondos del Mercado Monetario (Ref. CESR 10-049), de 10 de mayo de 2010, que fue trasladada al ordenamiento español mediante la Circular 3/2011, de 9 de junio, de la CNMV, por la que se modificó parcialmente la Circular 1/2009, de 4 de febrero, sobre las categorías de IIC en función de su vocación inversora.

<sup>2</sup> Durante la negociación de esta normativa, el debate no se centró en FMM con un valor liquidativo variable y una obligación de valoración a precios de mercado (que son los existentes en España), sino en aquellos FMM que, debido a su valor liquidativo constante (como consecuencia de la posibilidad de valorar sus activos a coste amortizado), presentaban una serie de riesgos aparejados, como el de reembolsos súbitos y masivos para evitar pérdidas y recuperar la inversión a la par (riesgo de fuga) o la posible falta del apoyo discrecional del promotor (ausencia de garantía explícita) y su consecuente traslado al terreno macroeconómico. Un ejemplo de la materialización de estos riesgos fue el denominado «*break the buck*» y la ruptura del reembolso a la par experimentado por algunas Fondos americanos tras las quiebra de Lehman Brothers (2008).



lugar a la aprobación del Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre Fondos del Mercado Monetario, cuyos principales aspectos se analizan en este estudio.

El nuevo Reglamento considera FMM aquellos Fondos armonizados (UCITS) o alternativos (FIA) que tienen por objetivos, alternativos o acumulativos, obtener rendimientos alineados con los tipos del mercado monetario y/o preservar el valor de la inversión.

El Reglamento contempla:

- a) Tres categorías de FMM, en función de la forma en que se valoran los activos en cartera para calcular el valor liquidativo (en adelante, VL) aplicable a suscripciones y reembolsos:
  - FMM de valor liquidativo variable (en adelante, VNAV)
  - FMM de valor liquidativo de baja volatilidad (en adelante, LVNAV)
  - FMM de deuda pública de valor liquidativo constante (en adelante, CNAV)
- b) Dos tipos de FMM, en función del plazo de sus carteras: corto plazo (posible en las tres categorías) y estándar (sólo posible para VNAV).

Asimismo, el Reglamento establece una serie de reglas generales aplicables a todos los Fondos que entren en la definición de FMM, en lo relativo a:

- Activos aptos y actividades prohibidas
- Reglas de diversificación y concentración
- Obligaciones de control interno
- Obligaciones de transparencia

Estas reglas, detalladas en los apartados 2 a 6 de este estudio son, con carácter general, aplicables a todos los FMM. No obstante, dependiendo de la combinación de tipo y plazo de FMM, algunas de dichas reglas son objeto de adaptación, tal y como se concreta en el apartado 7, en el que se contempla la definición de estas categorías de

FMM, así como la concreción de las reglas que les son aplicables.

Por último, el apartado 8 detalla el calendario de aplicación del Reglamento, incluyendo el plazo de adopción de los desarrollos de Nivel II previstos, sobre los que ya se publicó una consulta pública por ESMA el pasado 24 de mayo<sup>3</sup>, cuyas conclusiones a la fecha de elaboración de este estudio todavía no se conocen.

La aplicación de este Reglamento comenzará el 21 de julio de 2018 para FMM de nueva creación, mientras que la adaptación de los preexistentes deberá solicitarse a las autoridades competentes de cada país antes del 21 de enero de 2019.

Esta entrada en vigor coincide en el tiempo con una drástica reducción de la cuota de los FMM sobre el total de vehículos de inversión, como consecuencia de los bajos niveles en que se encuentran los tipos de interés. En concreto, en los últimos veinte años el patrimonio de los FMM en España ha caído más de un 86%, pasando de los más de 60.000 millones de euros de 1997 a los actuales 8.400 millones (datos de junio de 2017). Este descenso, medido en cuota de mercado, supone que del total de patrimonio canalizado a través de Fondos de Inversión españoles, la elección por los inversores de FMM ha pasado del 40% a apenas un 3,3%, en beneficio de otros vehículos con unas expectativas de rentabilidad más elevadas.

A pesar del poco apetito inversor actual en estos vehículos, el Reglamento Europeo tiene una vocación de permanencia y regula una figura que sin duda volverá a crecer cuando los mercados monetarios se normalicen. Es previsible que para su aplicación en España sea necesario adaptar determinadas normas del marco normativo doméstico, como las Circulares de la CNMV sobre contabilidad de IIC o sobre vocaciones inversoras de las IIC, que en la actualidad no darían cabida a los LVNAV o CNAV, al no admitirse en España la valoración a coste

---

<sup>3</sup> ESMA 34-49-82, de 24 de mayo «Draft technical advice, implementing technical standards and guidelines under the MMF Regulation» (cerrada el 7 de agosto de 2017).



amortizado de los activos en cartera. Dichas modificaciones serán también necesarias para eliminar discordancias entre lo previsto en el Reglamento europeo y lo establecido en la legislación española sobre activos aptos y vencimiento de los activos o sobre la obligación de permitir suscripciones y reembolsos diariamente, ya que, tal y como establece el propio Reglamento, los Estados miembros no pueden imponer condiciones más restrictivas de las que se prevén en el mismo (*artículo 1.2*).

## 2. DEFINICIÓN DE FONDO DEL MERCADO MONETARIO

El Reglamento define como FMM aquél que cumple tres requisitos (*artículo 1.1*):

- Se trata de un vehículo armonizado (UCITS) o alternativo (FIA),
- Invierte en activos de corto plazo, entendiéndose por tales aquellos cuyo vencimiento residual no supere los dos años (*artículo 2.1*)
- Tiene como objetivos, alternativos o acumulativos, obtener rendimientos alineados con los tipos del mercado monetario y/o preservar el valor de la inversión.

Los Fondos que cumplan estas características quedarán sujetos a esta regulación, sin que los Estados miembros puedan establecer requisitos adicionales a los previstos en él (*artículos 1.1, 1.2 y 5.1*).

Los Fondos que no cumplan este Reglamento no podrán utilizar en su denominación el término FMM ni otros que, por su similitud, induzcan a error (*artículo 6.1*).

La autorización de los FMM queda sujeta a un procedimiento reglado ante la autoridad competente del Estado de origen. Con carácter trimestral, las autorizaciones concedidas o retiradas serán comunicadas por las autoridades competentes a ESMA, quien llevará un registro centralizado de los FMM autorizados, en formato electrónico y de acceso público (*artículos 4 y 5*).

## 3. RÉGIMEN DE INVERSIONES

El Reglamento limita los activos aptos para su inversión por los FMM y determina sus características específicas (artículos 8 a 16). Además, prohíbe la realización por los FMM de determinadas actividades (*artículo 9.2*).

Como consecuencia del régimen específico de inversiones para FMM contemplado en este Reglamento, aquellos FMM que sean armonizados quedan eximidos del cumplimiento de determinados artículos de la Directiva UCITS<sup>4</sup>, salvo que el propio Reglamento especifique lo contrario.

### a) *ACTIVOS APTOS*

Se trata de una lista cerrada, que comprende (*artículo 9.1*):

- Instrumentos del mercado monetario (en adelante, IMM), incluyendo instrumentos financieros, emitidos o avalados de manera conjunta o por separado por Administraciones locales, regionales y nacionales de Estados miembros o de sus Bancos centrales, así como demás Organismos financieros nacionales, europeos o internacionales de los cuales uno o varios Estados miembros formen parte, que cumplan con los requisitos establecidos en el artículo 10.
- Titulizaciones y pagarés de titulización, que cumplan con los requisitos establecidos en el artículo 11.
- Depósitos en entidades de crédito que cumplan con los requisitos establecidos en el artículo 12.
- Derivados, únicamente sobre tipos de interés, divisas o índices y con finalidad de cobertura, que cumplan con los requisitos establecidos en el artículo 13.

<sup>4</sup> Se trata de la práctica totalidad del capítulo VII de la Directiva UCITS, sobre obligaciones relativas a la política de inversión de las UCITS (arts. 49, 50, 50a, 51.2 y 52 a 57).



- Repos y repos inversos que cumplan con determinadas condiciones establecidas en los artículos 14 y 15.
- Acciones y participaciones de FMM que cumplan con los requisitos establecidos en el artículo 16.
- Activos líquidos auxiliares de acuerdo con lo establecido en el artículo 50.2 de la Directiva UCITS (*artículo 9.3*).

## B) ACTIVIDADES PROHIBIDAS

Los FMM no podrán desarrollar las siguientes actividades (*artículo 9.2*):

- Operativa en corto con IMM, titulizaciones, activos con garantía hipotecaria y acciones o participaciones de FMM.
- Exposición directa o indirecta a renta variable o materias primas. La prohibición se extiende a cualquier tipo de exposición, sea a través de derivados, certificados, índices o por cualquier otro medio o instrumento.
- Toma o cesión en préstamo de efectivo o valores.

## 4. REGLAS DE DIVERSIFICACIÓN

Las reglas de diversificación y concentración están establecidas con carácter general para todos los FMM en los artículos 17 y 18, contemplándose algunas particularidades para algunas tipologías de FMM.

De acuerdo con dichas reglas, las inversiones están sujetas a los siguientes límites sobre el patrimonio del FMM:

- 5% – En IMM, titulizaciones y títulos con garantía hipotecaria, emitidos por la misma entidad (*artículo 17.1.a*).

Sin embargo, un FMM podrá invertir hasta el 100% en IMM emitidos o garantizados, de manera conjunta o por separado, por

Administraciones locales, regionales y nacionales de Estados miembros o de sus Bancos centrales, así como demás Organismos financieros nacionales, europeos o internacionales de los cuales uno o varios Estados miembros formen parte, siempre que (*artículo 17.7*):

- (i) se diversifique en seis emisiones diferentes,
- (ii) cada emisión no represente más del 30% sobre el patrimonio,
- (iii) se establezca expresamente en el Reglamento del Fondo, en el folleto y el material comercial que se pretende invertir más del 5% del patrimonio en este tipo de activos,

Asimismo, un FMM podrá invertir hasta el 10% (ampliable al 20%) en bonos de una misma entidad de crédito, bajo ciertos requisitos establecidos en el artículo 17.8 y 9.

- 10% – En depósitos con una misma entidad de crédito, o 15% si la estructura bancaria del país no tiene un tamaño suficiente y no es factible realizar depósitos en otro Estado miembro (*artículo 17.1.b*).
- 10% – En efectivo recibido en el marco de los repos contratados (*artículo 14 d*).
- 15% – En total de titulizaciones y pagarés de titulización. Este límite se incrementará al 20% cuando entre en vigor el acto delegado que de acuerdo con el Reglamento, deberá dictar la Comisión Europea para la identificación de lo que se entiende por titulizaciones y pagarés de titulización simples, transparentes y normalizados (*artículo 17.3*).
- 5% – Exposición máxima en derivados OTC con la misma contraparte (*artículo 17.4*).
- 15% – Cantidad máxima de efectivo entregado a una misma entidad como contrapartida por la contratación de repos inversos (*artículo 17.5*). Asimismo, los activos recibidos deberán estar suficientemente diversificados, con una exposición máxima



por emisor del 15%, con determinadas excepciones (*artículo 15*).

- 15% – Inversión en IMM, titulaciones y pagarés de titulización, depósitos y OTC con el mismo emisor o contrapartida. Este límite se ampliará al 20% si la estructura bancaria del país no tiene un tamaño suficiente y no es factible contratar estos activos con entidades de otros Estados miembros (*artículo 17.6*).
- 5% – 17,5% – La inversión máxima en un único FMM no podrá superar el 5% y en el total de FMM no podrá superar el 17,5% (*artículos 16.2 y 3*).

Para el cómputo de estos límites, se considerarán una misma entidad todas las entidades pertenecientes a un mismo grupo (*artículo 17.10*).

## 5. OBLIGACIONES DE CONTROL INTERNO

### A) EVALUACIÓN INTERNA DE LA CALIDAD CREDITICIA

La combinación de la obligación de los FMM de invertir en activos de elevada calidad crediticia, por una parte, con el principio general extendido en toda la normativa financiera de evitar la dependencia excesiva y automática de calificaciones crediticias externas, justifican la extensión que el Reglamento dedica a definir quién, cómo y cuándo debe evaluarse internamente la calidad crediticia de los activos objeto de inversión (*artículos 19 a 23*).

Los procedimientos de evaluación interna de la calidad crediticia serán aprobados por la alta dirección del FMM o su Gestora (*artículo 23.1*), y tendrán en cuenta al menos los factores y principios establecidos en el propio Reglamento, considerando tanto al emisor como las características intrínsecas del instrumento (*artículo 19.1*).

En línea con lo ya previsto en la norma española<sup>5</sup>, la evaluación interna de la calidad crediticia no podrá depender en exclusiva de la calificación crediticia otorgada por las agencias especializadas, si bien un cambio significativo en dicha calificación externa obligará a la Gestora a revisar la evaluación interna otorgada a un instrumento (*artículo 19.4.d*).

Esta metodología deberá ser revisada anualmente por la Gestora, debiendo transmitir dicha revisión a la autoridad competente (*artículo 19.4.e*).

La Comisión Europea desarrollará mediante acto delegado los criterios para la validación de la metodología del procedimiento establecido, la cuantificación del riesgo de crédito y del riesgo de concurso de un emisor y del instrumento, el establecimiento de los indicadores cualitativos del emisor y el instrumento y el significado de «cambio significativo» (*artículo 22*).

### B) POLÍTICA DE «CONOCE A TU CLIENTE»

Su objetivo es que la Gestora establezca, implemente y aplique procedimientos de diligencia debida (con independencia de los establecidos en la normativa de blanqueo), para anticiparse a los efectos de un concurso de reembolsos, teniendo en cuenta el tipo de partícipe, el número de acciones/participaciones propiedad de un único inversor y la evolución del flujo de suscripciones y reembolsos (*artículo 27*).

Esta exigencia obligará a aquellas Gestoras que no dispongan de dicha información a hacerse con la misma, solicitándola al comercializador. En el caso de que un inversor tenga una participación en la IIC superior al límite de liquidez diario, en los citados procedimientos deberán tenerse en

<sup>5</sup> Norma 4ª, letra b, apartado (ii) de la Circular 6/2009 de la CNMV, sobre obligaciones de control interno.



cuenta factores adicionales, tales como la posible existencia de patrones en las necesidades de liquidez del inversor, la aversión al riesgo de los diferentes inversores o el grado de correlación o existencia de vínculos estrechos entre los distintos inversores.

La Gestora de los FMM se asegurará de que el valor de las participaciones o acciones de un solo inversor no afecte de forma importante al perfil de liquidez del FMM cuando representa una parte sustancial del valor liquidativo total del FMM.

### C) STRESS TESTING

Deberán realizarse pruebas de resistencia («*stress testing*») periódicas, que determinará el Consejo de Administración (*artículo 28*), al menos, con una frecuencia bianual<sup>6</sup>. Se tendrán en consideración en los escenarios de dichas pruebas al menos los siguientes factores para determinar los parámetros de referencia:

- Hipótesis de cambios en el nivel de liquidez de los activos en cartera del FMM;
- Hipótesis de cambios del nivel del riesgo de crédito de los activos mantenidos en cartera del FMM;
- Hipótesis de fluctuaciones de tipos de interés y divisas;
- Hipótesis de flujo de reembolsos;
- Hipótesis de ampliación o reducción del spread entre índices a los que los tipos de interés de los activos en cartera se encuentran ligados;
- Hipótesis de shock de oferta que afecten a toda la economía en su conjunto.

En el caso de que en el test de tolerancia se detecten vulnerabilidades en el FMM, la

Gestora deberá redactar un informe con los resultados y la propuesta de plan de actuación, que será remitido al Consejo de Administración para su aprobación y a la autoridad competente (que a su vez se lo enviará a ESMA) y será conservado por un periodo de 5 años.

Cuando sea necesario la Gestora deberá reforzar la resistencia del FMM, mediante acciones que aumenten la liquidez y la calidad de los activos del FMM y de las que deberán informar inmediatamente a las autoridades competentes.

ESMA desarrollará unas guías, que actualizará anualmente, teniendo en cuenta la evolución de los mercados, en las que se establecerán unos parámetros comunes de referencia para los escenarios de las pruebas de tolerancia teniendo en cuenta los factores señalados anteriormente.

## 6. TRANSPARENCIA CON INVERSORES Y SUPERVISORES

El Reglamento dedica sus artículos 36 y 37 a detallar las obligaciones de transparencia del FMM, que se concretan en la remisión de información, tanto a los inversores como a los supervisores

### A) INFORMACIÓN A FACILITAR AL INVERSOR

En cualquier tipo de comunicación dirigida al inversor o inversor potencial deberá indicarse el tipo de FMM de que se trata, la ausencia de garantía o apoyo externo, la diferente naturaleza que tienen los FMM respecto de los depósitos y la posibilidad de pérdida del capital inicial (*artículo 36*).

Asimismo, la Gestora deberá poner a disposición de los inversores del FMM con carácter, al menos, semanal, la siguiente información:

- ❖ el desglose por vencimiento de la cartera del FMM;

<sup>6</sup> Para UCITS ya existía dicha obligación, recogida en el art 43 de la Directiva 2010/43/EU de implementación, así como, a nivel doméstico, en la norma 4ª letra b, apartado (v) de la Circular 6/2009 de la CNMV.





- ❖ el perfil de crédito del FMM;
- ❖ el vencimiento medio ponderado y la vida media ponderada;
- ❖ el detalle de las diez posiciones con mayor peso en el patrimonio del FMM, indicando el nombre, país, duración, tipo de activo y contraparte en el caso de repo y repo inverso,
- ❖ el patrimonio del FMM y su rentabilidad neta y,
- ❖ en su caso, los activos recibidos como parte de un repo inverso, con el detalle señalado en el artículo 13 del Reglamento UE 2015/2365, sobre transparencia de las operaciones de financiación de valores y de reutilización.

Además, el inversor deberá ser informado con claridad sobre el método o métodos empleados para valorar los activos y para calcular el valor liquidativo.

## B INFORMACIÓN A REMITIR AL SUPERVISOR

Deberá remitirse a la autoridad competente (y ésta a su vez a ESMA) la siguiente información (*artículo 37*):

- ❖ el tipo y características del FMM;
- ❖ indicadores de cartera tales como el patrimonio, el valor liquidativo, el vencimiento medio ponderado, la vida media ponderada y el desglose por vencimientos, liquidez y rentabilidad;
- ❖ los resultados de las pruebas de resistencia y, cuando proceda, las acciones implementadas o propuestas para resolver las incidencias detectadas;
- ❖ determinada información sobre los activos en cartera, incluyendo las características de cada activo (nombre, país, categoría del

emisor, duración y el resultado obtenido en el procedimiento interno de evaluación crediticia), así como el tipo de activo, con mención expresa al detalle de la contraparte, en el caso de derivados, repos y repos inversos y,

- ❖ determinada información sobre los pasivos, incluyendo la categoría y país de establecimiento del inversor y la actividad de suscripciones y reembolsos.

El envío de información al supervisor tendrá carácter trimestral si los activos bajo gestión superan los cien millones de euros, mientras que en el caso de no superar dicha cifra, la información se remitirá con carácter anual.

Para la concreción del contenido de la información a remitir al supervisor, ESMA preparará un borrador de estándares técnicos de implementación, que deberá ser aprobado por la Comisión Europea. Con toda la información recopilada, ESMA elaborará una base de datos a la que tendrá acceso el Banco Central Europeo a efectos estadísticos.

## 7. TIPOLOGÍA DE FMM

Como se ha señalado al principio de este estudio, el Reglamento permite la creación de tres categorías de FMM (*artículo 3*), que podrán ser tanto UCITS como FIA. Se trata de:

- ❖ FMM de valor liquidativo variable (VNAV)
- ❖ FMM de valor liquidativo de baja volatilidad (LVNAV)
- ❖ FMM de deuda pública de valor constante (CNAV),

A su vez, estos FMM podrán ser de corto plazo (admisibles en las tres categorías) o estándar (sólo los VNAV), lo que determina la variedad de FMM que se indica en el siguiente cuadro:



	<b>Corto plazo Vencimiento medio ponderado &lt;60 días Vida media ponderada &lt;120 días</b>	<b>Estándar Vencimiento medio ponderado &lt;6 meses Vida media ponderada &lt;12 meses</b>
FMM de VL variable ( <b>VNAV</b> ) (activos a valor de mercado)	Sí	Sí
FMM de VL de baja volatilidad ( <b>LVNAV</b> ) (coste amortizado para activos a menos de 75 días)	Sí	No
FMM de deuda pública de VL constante ( <b>CNAV</b> ) (coste amortizado para todos sus activos)	Sí	No

Básicamente, la pertenencia a cada una de las tres categorías afecta a la forma de valoración de los activos, mientras que el plazo afecta a la duración de la cartera.

Con respecto a la valoración (*artículo 29*), todos los FMM deben calcular un VL diario (VL variable), fruto de la valoración a mercado, que será objeto de redondeo al punto básico más cercano cuando sea expresado en unidades monetarias (*artículo 30.2*). Además, los CNAV y LVNAV calcularán otro VL (el VL constante), resultante de aplicar el método de coste amortizado a todo o parte de su cartera, siendo este último el que aplicarán a las suscripciones y reembolsos, siempre y cuando las diferencias entre ambos valores sean limitadas, según se indica más adelante.

Como se ha señalado, todos los FMM quedan

sujetos a las reglas generales señaladas en los apartados 2 a 6 de este estudio, con las especialidades aplicables a cada una de las categorías que se detallan a continuación:

**a) FMM DE VALOR LIQUIDATIVO VARIABLE (VNAV)**

- Los plazos de su cartera varían según sean FMM de corto plazo (*artículo 24.1*) o estándar (*artículo 25.1*):

**– VNAV de corto plazo:**

- ❖ Vencimiento medio ponderado de la cartera: igual o inferior a 60 días.
- ❖ Vida media ponderada de la cartera: igual o inferior a 120 días<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Al igual que en las Guías de CESR sobre FMM, para calcular la vida media ponderada de los valores, incluidos los instrumentos financieros estructurados, el FMM basará el cálculo del vencimiento en el vencimiento residual hasta la fecha de reembolso legal de los instrumentos; no obstante, en el caso de que un instrumento financiero incluya una opción de venta, el FMM podrá basar el cálculo del vencimiento en la fecha de ejercicio de dicha opción y no en la fecha de vencimiento residual, con sujeción a determinados requisitos establecidos en los artículos 24.1.h) y 25.1.e). En estos mismos artículos se establecen también requisitos especiales para el cálculo de la vida media ponderada de titulizaciones y pagarés de titulización.

<sup>7</sup> Al igual que en las Guías de CESR sobre FMM, para calcular la vida media ponderada de los valores, incluidos los instrumentos financieros estructurados, el FMM basará el cálculo del vencimiento en el vencimiento residual hasta la fecha de reembolso legal de los instrumentos; no obstante, en el caso de que un instrumento financiero incluya una opción de venta, el FMM podrá basar el cálculo del vencimiento en la fecha de ejercicio de dicha opción y no en la fecha de vencimiento residual, con sujeción a determinados requisitos establecidos en los artículos 24.1.h) y 25.1.e). En estos mismos artículos se establecen también requisitos especiales para el cálculo de la vida media ponderada de titulizaciones y pagarés de titulización.



– **VNAV estándar:**

- ❖ Vencimiento medio ponderado de la cartera: igual o inferior a 6 meses.
- ❖ Vida media ponderada de la cartera: igual o inferior a 12 meses<sup>6</sup>.
- Tanto los de corto plazo como los estándar están sujetos a los siguientes coeficientes mínimos de liquidez:
  - Diario – al menos el 7,5% de los activos deberán tener un vencimiento diario, incluyendo los repos y los repos inversos que puedan ser terminados con un día de antelación y el efectivo que pueda ser retirado a ese mismo plazo. No se podrá invertir en otro tipo de activos que no sean de vencimiento diario, hasta que no se alcance dicho umbral (*artículo 24.1.d y 25.1.c*).
  - Semanal – al menos el 15% de los activos deberán tener un vencimiento semanal, incluyendo repos y repos inversos que puedan ser terminados con 5 días de antelación y el efectivo que pueda ser retirado a ese mismo plazo. No se podrá invertir en otro tipo de activos que sean de vencimiento semanal, hasta que no se alcance dicho umbral (*artículo 24.1.f y 25.1.d*).
  - En el cálculo de este umbral semanal se podrán incluir acciones o participaciones de otros FMM hasta un 7,5%, siempre y cuando, puedan ser reembolsadas y liquidadas en el plazo de 5 días hábiles (*artículo 24.1.h y 25.1.3*).
- La valoración de sus activos se realizará a precios de mercado («*mark to market*»– *artículo 29.2*) o, cuando ello no sea posible, mediante modelo («*mark to model*»– *artículo 29.4*) y el valor liquidativo variable así calculado será el aplicable a suscripciones y reembolsos.

**b) FMM DE VALOR LIQUIDATIVO DE BAJA VOLATILIDAD (LVNAV)**

- Este tipo de FMM únicamente podrá ser de corto plazo (*artículo 25.3*), lo que implica que:
    - Vencimiento medio ponderado de la cartera: igual o inferior a 60 días (*artículo 24.1.a*).
    - Vida media ponderada de la cartera: igual o inferior a 120 días<sup>6</sup> (*artículo 24.1.b*).
  - **Coefficientes de liquidez.** Están sujetos a los siguientes coeficientes mínimos de liquidez:
    - Diario – al menos el 10% de los activos deberán tener un vencimiento diario, incluyendo los repos y los repos inversos que puedan ser terminados con un día de antelación y el efectivo que pueda ser retirado a ese mismo plazo. No se podrá invertir en otro tipo de activos que no sea de vencimiento diario, hasta que no se alcance dicho umbral (*artículo 24.1.c*).
    - Semanal – al menos el 30% de los activos deberán tener un vencimiento semanal, incluyendo repos y repos inversos que puedan ser terminados con cinco días de antelación y el efectivo que pueda ser retirado a ese mismo plazo. No se podrá invertir en otro tipo de activos que sean de vencimiento semanal, hasta que no se alcance dicho umbral (*artículo 24.1.e*).
- En el cálculo de este umbral se podrán incluir los IMM emitidos o garantizados por Administraciones locales, regionales y nacionales de Estados miembros o de sus Bancos centrales, así como demás Organismos financieros nacionales, europeos o internacionales de los cuales uno o varios Estados miembros formen parte, hasta el 17,5%, siempre y cuando tengan un



vencimiento legal residual inferior o igual a 190 días (*artículo 24.1.g*).

- **Valoración.** En relación con su valoración (*artículos 29.7, 30 y 32*), los LVNAV deben calcular diariamente dos VL:
  - Un VL variable, obtenido de la valoración «*mark to market*» o «*mark to model*» de todos los activos en cartera.
  - Un VL constante, obtenido de la valoración a coste amortizado de aquellos activos en cartera con un vencimiento residual inferior a 75 días, siempre y cuando el precio del activo que se valore a coste amortizado no difiera del precio de mercado o modelizado en más de 10 puntos básicos. Cuando el VL constante se publique en unidades monetarias, se redondeará al punto básico más cercano.

La diferencia entre el VL constante y el VL variable deberá ser controlada y publicada en la web del FMM. Asimismo, tanto el uso del método de coste amortizado como el redondeo deberán ser claramente informados a inversores actuales y potenciales.

- **Suscripciones y reembolsos.** Se harán al VL constante, siempre y cuando éste no difiera en más de 20 puntos básicos del VL variable, en cuyo caso se harán a este último. Los inversores potenciales deberán ser advertidos previamente de esta circunstancia por la Gestora del FMM (*artículo 33.2.b*).
- **Procedimientos de gestión de liquidez.** Se establecen una serie de procedimientos específicos con el objetivo de asegurar el cumplimiento de los umbrales semanales de liquidez exigibles a estos Fondos. Estos procedimientos deberán estar contemplados en el Reglamento del Fondo y en el folleto, e incluirán diversas medidas, dependiendo de la intensidad de la falta de liquidez:

- Cuando la liquidez semanal se sitúe por debajo del 30% y las solicitudes de reembolsos netos superen el 10% del patrimonio del FMM, la Gestora deberá informar al Consejo de Administración, quien a su vez podrá decidir:
  - a. La aplicación a los reembolsos de comisiones de liquidez, que reflejen el coste de obtener la liquidez necesaria para atender dichas solicitudes y que aseguren la equidad frente a los demás inversores del FMM.
  - b. Régimen de preaviso de 15 días para reembolsos superiores al 10% de las participaciones/acciones del FMM.
  - c. Suspensión temporal de reembolsos por un período de hasta 15 días.
- Cuando la liquidez semanal se sitúe por debajo del 10%, la Gestora deberá informar al Consejo de Administración, quien a su vez podrá decidir la aplicación de las medidas señaladas en las letras a o c anteriores.

En ambos supuestos, las decisiones adoptadas por el Consejo de Administración deberán ser comunicadas a las autoridades competentes.

En todo caso, si dentro de un periodo de 90 días la duración acumulada de las suspensiones acordadas supera los 15 días, el FMM deberá dejar de operar como LVNAV, informando por escrito y de manera clara a los inversores (*artículo 34.2*).

- **Stress testing.** Las pruebas de tolerancia a las que se refiere el artículo 28 deberán calcular la diferencia estimada entre el VL variable y el VL constante en los diferentes escenarios.
- **Información adicional a supervisores.** Además de la información general señalada en el apartado 6 b) de este estudio que todo FMM debe comunicar a su supervisor, la Gestora de un LVNAV deberá comunicar a la autoridad competente



la ocurrencia de cada una de las siguientes situaciones (*artículo 37.3*):

- Cada vez que la diferencia entre el precio de un activo valorado a mercado y valorado a coste amortizado supere 10 puntos básicos.
- Cada vez que la diferencia entre el VL variable y el VL constante supere los 20 puntos básicos.
- Cada vez que se haya producido un supuesto de falta de liquidez, junto con las medidas adoptadas por el Consejo.

#### C) FMM DE DEUDA PÚBLICA DE VALOR CONSTANTE (CNAV)

- Las **características** de estos FMM son (*artículo 2.11*):
  - Tienen como objetivo mantener constante el VL del Fondo.
  - Los rendimientos del FMM se devengan diariamente y pueden ser, o bien repartidos entre los partícipes, o bien utilizados para comprar más participaciones/acciones del FMM.
  - Sus activos se valoran generalmente a coste amortizado y su VL se redondea al punto porcentual más próximo o su equivalente en términos monetarios.
  - Invierten al menos el 99,5% de su patrimonio en repo inverso con garantía de deuda pública, efectivo o IMM emitidos o garantizados, de manera conjunta o por separado, por Administraciones locales, regionales y nacionales de Estados miembros o de sus Bancos centrales, así como demás Organismos financieros nacionales, europeos o internacionales de los cuales uno o varios Estados miembros formen parte, siempre que (*artículo 17.7*):
    - ❖ se diversifique en 6 emisiones diferentes,

- ❖ cada emisión no represente más del 30% sobre el patrimonio,
- ❖ se establezca expresamente en el Reglamento del Fondo, en el folleto y el material comercial que se pretende invertir más del 5% del patrimonio en este tipo de activos.

- Este tipo de FMM **únicamente podrá ser de corto plazo** (*artículo 25.3*), teniendo los mismos requisitos de duración, vencimiento de la cartera y coeficientes mínimos de liquidez que los LVNAV.
- **Valoración.** En relación con su valoración (*artículos 30 y 31*), y al igual que en los LVNAV, se calcularán dos VL, el VL variable (obtenido de la valoración «*mark to market*» o «*mark to model*» de todos los activos en cartera) y el VL constante (obtenido de la valoración a coste amortizado de todos los activos en cartera). Cuando el VL constante se publique en unidades monetarias, se redondeará al punto básico más cercano. Los activos han de ser valorados al menos una vez al día y la diferencia entre el VL contante y el VL variable deberá ser controlada y publicada en la web del FMM.
- **Suscripciones y reembolsos.** Se podrán hacer al VL constante (*artículo 33.2.a*), sin que se modifique esta posibilidad en caso de diferencias significativas entre el VL constante y el variable (a diferencia de lo que sucede en los VLNAV), lo que suscita la duda de qué sucedería en este supuesto.
- Los **procedimientos de gestión de liquidez y stress testing**, así como la **información adicional a supervisores** presentan las mismas particularidades que en el caso de los LVNAV.

#### 8. CALENDARIO DE APLICACIÓN Y DESARROLLOS DE NIVEL II

- La aplicación del Reglamento a **nuevos FMM comenzará el 21 de julio de 2018** (*artículo 47*)



- La adaptación de **FMM preexistentes, armonizados o alternativos**, deberá realizarse antes del **21 de enero de 2019**– artículo 44). Para dicha adaptación, las IIC deberán solicitar a sus respectivas autoridades competentes su clasificación como tales, y ésta dispondrá de dos meses para resolver.
- En aplicación de este Reglamento, deberán aprobarse los siguientes desarrollos de **Nivel II**:

Tipo de medida de Nivel II	Referencia normativa	Contenido	Fecha límite de aprobación
Acto delegado de la Comisión Europea	Art. 11.4	Criterios para identificar las titulaciones simples, transparentes y normalizadas.	Seis meses después de la entrada en vigor del futuro Reglamento sobre titulaciones simples, transparentes y normalizadas.
Acto delegado de la Comisión Europea	Art. 15.7	Requisitos cuantitativos y cualitativos de liquidez y calidad crediticia, aplicables a los activos que los MMF pueden recibir en el marco de un acuerdo de repo inverso.	21 de enero de 2018.
Acto delegado de la Comisión Europea	Art. 22	Actos delegados para: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Validación de la metodología de evaluación de la calidad crediticia.</li> <li>- Cuantificación del riesgo de crédito y del riesgo relativo de impago de un emisor y de un instrumento.</li> <li>- Establecimiento de indicadores cualitativos sobre el emisor del instrumento.</li> <li>- El significado de «cambio significativo»</li> </ul>	Sin fecha límite.
Normas técnicas de ejecución ESMA	Art. 37.4	Modelo de informe a remitir por los FMM a sus supervisores	ESMA presentará los proyectos de Normas técnicas antes del 21 de enero de 2018, para su adopción por la Comisión Europea.
Directrices de ESMA	Art. 28.7	Definición de escenarios a considerar en las pruebas de resistencia	Sin fecha límite. Las Directrices se actualizarán al menos cada año teniendo en cuenta la evolución de los mercados.

- La idoneidad de este Reglamento desde un punto de vista prudencial y económico será objeto de **revisión antes del 21 de julio de 2022**, con especial atención a los cambios que puedan requerirse en el régimen de los LVNAV y los CNAV (*artículo 46*).





## BIG DATA Y ENTIDADES FINANCIERAS

**Javier Aparicio Salom**  
**Of Counsel finReg 360**

El Big Data es, sin duda, una de las innovaciones más importantes que han surgido de la revolución digital, tanto en relación con las posibilidades de evolución que brinda para la actividad humana, como en las implicaciones éticas que conlleva respecto de la propia esencia del individuo. El Big Data constituye uno de los retos más importantes que actualmente afronta la sociedad.

El Big Data depende de dos aspectos estrictamente técnicos: la capacidad de conservar información y la capacidad de analizarla. El desarrollo tecnológico incrementa aceleradamente y día a día ambas capacidades, generando dispositivos y tecnologías que aumentan la eficiencia en ambos aspectos, capaces de almacenar más información utilizando menos espacio y energía y de transmitir los datos y procesarlos en menos tiempo. Hoy en día se puede disponer de la información en cualquier lugar y de forma inmediata, porque prácticamente toda la información está digitalizada y almacenada en dispositivos de memoria y, además, es posible localizarla fácilmente, acceder a ella de forma inmediata y utilizarla mediante su análisis.

La revolución digital ha superado los límites del ser humano en cuanto al tiempo y el espacio en la capacidad de conocer.

En definitiva, la capacidad de conservación y de análisis de información permiten guardar toda la información relativa a cualquier experiencia, y recuperar fácilmente los datos que interesan de forma ordenada y extraer mediante su estudio automático conclusiones que antes eran imposibles de conseguir.

El Big Data permite aplicar a cualquier decisión, además de la experiencia basada en las vivencias propias que se recuerdan y de la experiencia ajena de la que se puede aprender por haberse documentado y conservado trabajosamente de forma ordenada y accesible, la experiencia ajena conservada de forma automática y accesible también automáticamente, junto con cualquier otra circunstancia que pueda influir en la decisión a adoptar, aunque estas circunstancias sean muy numerosas o pequeñas.

Actualmente todos los sucesos que ocurren en el devenir de la vida de las personas pueden conservarse y es posible estudiarlos y relacionarlos con cualquier otra circunstancia que hubiera podido influir en ellos automatizadamente, es decir, sin esfuerzo, y obtener así conclusiones sobre sus causas y efectos, haciendo posible saber qué actuaciones podrían haber mejorado el resultado final.

Mediante el Big Data, la competitividad de la actividad profesional humana mejora de forma increíble, ya que no solo es posible buscar la mejora de resultados de forma estadística, mediante pruebas realizadas sobre la experiencia de conjuntos de población, sino en el análisis individualizado de cada una de las circunstancias objetivas que pueden haber influido junto con las experiencias vividas por cada persona y comparadas con todas las circunstancias singulares que influyen en cada una de ellas. De esta forma, es posible obtener, no una solución genérica útil en la mayoría de los casos, sino aquella que sirve efectivamente a cada persona singular en cada momento diferente, que se adapta a las circuns-



tancias que diferencian a esa persona de las demás y que permiten tener la certeza de que la solución que se le ofrece es la que se adapta a su personalidad única.

El Big Data permite la singularidad en el trato a cada individuo.

Estas posibilidades han despertado, lógicamente, el interés en toda la actividad humana, dado que la singularidad en el tratamiento permite ahorrar enormes esfuerzos al evitar la ineficacia que sucede cuando la persona no cumple el estándar, sin perjuicio de que la solución resulte normalmente efectiva en la mayoría de los casos. Se permite así conocer qué trato es el que efectivamente va a resultar eficaz y se evitan los esfuerzos y errores de aplicar soluciones que no van a resultar efectivas.

El Big Data incrementa de forma extraordinaria la eficiencia de los esfuerzos y, por ello, la competencia en cada actividad.

La aplicación del Big Data, por ejemplo, en la investigación de la salud, que es uno de los campos en los que resulta más evidente su influencia, permite combinar el estudio de los problemas de salud de cada individuo con sus circunstancias genéticas, ambientales y vivenciales, y compararlas con las circunstancias, problemas y resultados de muchísimas otras personas. Esto mejora de forma increíble los resultados de los tratamientos, que se determinan de forma singular para el paciente conforme a la experiencia acumulada, no sólo del resultado inmediato del tratamiento, sino de un número elevadísimo de parámetros que la comparación demuestra que influyen en el resultado pero que, sin embargo, antes era imposible descubrir.

Igualmente, en el desarrollo de la actividad comercial el Big Data permite también tratar a las personas de forma singular, ofreciendo a cada uno los productos o servicios adaptados perfectamente a sus circunstancias, capacidad, necesidades y gustos personales. No sólo en relación con la comercialización de productos, sino también en la negociación y contratación de productos o servicios que, efectivamente, se ajustan a su perfil y, por ello, se garantiza el éxito de la relación,

no solo en su inicio, sino también durante toda su ejecución hasta el final.

Esta singularidad también tiene una relevancia enorme en el sector financiero, no sólo en la actividad de promoción de los productos o servicios, sino también en la determinación de las condiciones singulares aplicables a los contratos que se firmen con cada cliente. El estudio del riesgo puede individualizarse y, por ello, el mercado puede adaptarse a las circunstancias de riesgo de cada persona, no mediante ofertas generales, sino mediante la adaptación de las condiciones financieras a las circunstancias reales de riesgo que afectan a cada individuo.

Es más, los sistemas de análisis permiten identificar los indicadores de aumento o reducción del riesgo de forma continuada, no sólo al inicio de cada contrato. Esto permite dotar a los contratos de una elasticidad que los ajuste a las circunstancias de cada momento y, con ello, incrementar aun más la competitividad del sector.

## **PRINCIPALES CUESTIONES QUE PLANTEA EL BIG DATA**

Sin embargo, el Big Data plantea también problemas muy complicados. Sin perjuicio de ofrecer a la sociedad unas posibilidades inmensas de mejorar, si no en todos, sí en muchísimos aspectos, genera también muchos riesgos y problemas cuya solución resulta sumamente complicada, entre otras causas, porque ni siquiera es posible actualmente vislumbrar el alcance de los riesgos que hoy ya pueden intuirse.

Por un lado, el Big Data suscita problemas esencialmente morales. El Big Data afecta o pone en riesgo la libertad del individuo. Al fundamentar la toma de decisiones respecto de cada persona teniendo en consideración sus circunstancias singulares, el Big Data puede dar lugar a la discriminación, ya que aporta argumentos que justifican un trato desigual a los individuos en atención a precedentes que diferencian a cada persona y que conducen a que a una persona no se le aplique el mismo trato que a las restantes.



En aquellos casos en que la singularidad se fundamenta simplemente en una opción entre diferentes posibilidades, todas ellas efectivas, o en descartar una solución que se sabe que no va a funcionar o que incluso va a ser nociva para el individuo, la decisión no plantea problemas. Pero ¿qué ocurre en aquellos casos en que la opción no es tan clara, en aquellos casos en que los precedentes que se sabe que son influyentes no son determinantes o, incluso, el resultado final no depende sólo de ellos, sino también de la voluntad o el esfuerzo del individuo?

Por ejemplo, en el campo de la educación, es posible que determinadas circunstancias hagan a un individuo más capaz de ejercer una cierta profesión que otra. ¿Justifica esto que se le deniegue a la persona la financiación de los estudios porque se considera que esa persona resulta menos adecuada conforme a sus circunstancias personales?

El Big Data puede así poner en riesgo la libertad de las personas y su capacidad de decisión atrapándolas como rehenes de sus propias circunstancias y eventos vitales. Aplicado ciegamente, el Big Data obliga a los individuos a aceptar como necesario aquello a lo que parecen estar determinados por sus circunstancias y vivencias y a rechazar como imposible aquello que esas circunstancias o precedentes reflejan como no aconsejable, aunque las dificultades pudieran superarse mediante el esfuerzo.

Mediante el Big Data la decisión de las propuestas o solicitudes de los individuos respecto de un cierto servicio o posición podría quedar sólo pendiente de los precedentes y circunstancias de la persona, abandonando el mérito y la capacidad (el esfuerzo demostrado y la reunión de las habilidades mínimas necesarias para atender las obligaciones y responsabilidades que se quieren asumir) como criterio de decisión. No podemos ignorar que el Big Data reduce enormemente el costo y el esfuerzo de la decisión y, por tanto, genera la tendencia de incrementar el peso del juicio previo de ciertas circunstancias objetivas, diferentes del mérito y la capacidad de la persona.

En definitiva, el Big Data podría dar lugar a decisiones discriminatorias respecto de los indi-

viduos, pues permitiría negarles las oportunidades a que quieren optar con el único fundamento de los precedentes o circunstancias que acumula, a pesar de que la persona pueda haber cambiado, corregido o paliado la falta de idoneidad que se deduce de esos precedentes.

Por otra parte, el Big Data plantea también riesgos respecto de la privacidad de las personas. Efectivamente, el Big Data se basa en la obtención y conservación de la información relativa a las conclusiones obtenidas por una persona para su estudio y la aplicación ulterior en casos singulares en los que coincidan total o parcialmente esas mismas circunstancias.

Es decir, el Big Data hace necesario utilizar la información personal para su estudio y análisis y, aunque este estudio no descansa en la identidad del individuo, pues no se busca analizar a la persona, sino las circunstancias que puedan haber influido en la experiencia, la identidad del individuo sí puede ser necesaria para elaborar el estudio, en aquellos casos en los que es necesario acumular las actualizaciones de la información relativa a la experiencia objeto del estudio. En estos casos sólo será posible acumular adecuadamente la información que se vaya obteniendo sucesivamente si es posible identificar el conjunto de datos relativos a la experiencia en la que ha sucedido una novedad.

Además, aunque no sea necesario conocer la identidad de la persona, porque la información que se analice se refiera a experiencias totalmente terminadas, si la información que se ha acumulado es suficientemente rica, como que sucede en la mayoría de las ocasiones porque se tiende a conservar toda la información relativa a cada caso, existe un riesgo de que el conjunto de la información permita deducir la identidad de la persona a quien se refiere, aunque su identidad no se haya conservado junto con la información relativa a la experiencia.

Por tanto, la conservación de toda esa información afecta directamente a la intimidad de cada uno de los individuos, ya sea porque están identificados, ya porque sea posible deducir su identidad mediante la misma información con-



servada o cruzándola con otra información disponible, y el hecho de que una entidad analice las circunstancias personales acaecidas en la experiencia vivida por una persona es algo que afecta a su intimidad.

En conclusión, sin perjuicio de que brinde unas posibilidades extraordinarias, el Big Data plantea también ciertos riesgos que hacen necesario que se adopten cautelas que anulen o al menos controlen esos riesgos.

### OPERATIVA DEL BIG DATA

El Big Data opera en dos escenarios en los que se desenvuelve su aplicación que son claramente distinguibles: el análisis de la información para la obtención de conclusiones y la aplicación automática de esas conclusiones a los casos ulteriores.

El primer escenario se desenvuelve de forma totalmente anónima, en él el interés se centra exclusivamente en la experiencia singular de un individuo, las diferentes circunstancias y resultados que han ocurrido en cada una de ellas, para compararlas con la de otras personas y, así obtener conclusiones acerca de la influencia que cada una de las circunstancias concurrentes puede tener en el resultado en cada caso.

En este escenario, no interesa en absoluto conocer la identidad de la persona, pero, sin embargo, es muy necesario agregar al conjunto relativo a la experiencia de un sujeto individual toda la información que se corresponde con ella. Para ello es necesario diferenciar cada uno de los conjuntos de datos a fin de poder añadir a cada uno de ellos la información sucesiva que corresponda (especialmente cuando la información procede de diferentes fuentes). Sólo de esta forma, formando conjuntos estancos de datos con la certeza de que la información no se mezcla desordenadamente ni contamina a los restantes conjuntos, será posible extraer las conclusiones relativas a cómo afectan las variantes que se hayan observado a los resultados obtenidos.

En esta fase es primordial tener la garantía de que la información que se va añadiendo a cada

caso corresponde efectivamente a ese caso concreto, lo que sólo puede lograrse mediante la distinción de cada uno de los grupos. Por ello, sin perjuicio de que no interese en absoluto conocer la identidad de la persona a quien corresponde cada experiencia en cuestión, esa identidad, ya sea directa o indirecta, sustituyendo la identidad de la persona por un identificador distinto, un pseudónimo, resulta totalmente necesaria.

Además, según se ha anunciado con anterioridad, en muchísimos casos será posible deducir mediante el simple análisis de la información acumulada quién es la persona a quien se refiere el conjunto de datos correspondiente al caso concreto.

Como es sabido, la simple posibilidad de que la persona a quien se refiere la información resulte identificada hace necesario aplicar las garantías de protección de datos.

En definitiva, sólo en casos excepcionales, cuando la información que se acumule sea poco numerosa o sea objeto de una difuminación adecuada que haga imposible la identificación, la actividad del análisis de la información afectará a la protección de datos de la persona, que, conforme a la normativa de protección, tiene los derechos a conocer el hecho del análisis de la información y los propósitos a los que atiende y, asimismo, a consentir o rechazar dicho uso de los datos.

Pero, incluso, aun cuando no resulte posible deducir la identidad de la persona, el simple proceso de limpiar la información eliminando o difuminando los datos que podrían facilitar que se deduzca la identidad del individuo es, estrictamente, un tratamiento de datos sometido a las garantías de la normativa de protección de datos.

Y, aun cuando se entendiera que no es oportuna la aplicación estricta de la normativa y que el tratamiento conducente a la disociación de los datos no requiere el consentimiento previo del interesado, no puede ignorarse que el mero hecho de someter las circunstancias que afectan a un individuo a un estudio pormenorizado para extraer las consecuencias relativas a cómo ha influido cada una de las variantes sucedidas en ese caso concreto en el resultado final de la relación y aplicarlo a alguna finalidad concreta, también es



un aspecto que afecta a la libertad de la persona, que puede no sentirse cómoda o incluso rechazar totalmente la realización de dicho análisis a la vista del propósito perseguido. Es perfectamente posible que la finalidad para la que se analiza la información ofenda los intereses o susceptibilidades de la persona, por lo que es necesario contar con esa posibilidad y habilitar un sistema que facilite la oposición del interesado.

Por ello, en esta primera fase del desarrollo del Big Data resulta esencial informar a la persona acerca de la intención de analizar la información y definir, aunque sea de forma medianamente abstracta, los fines últimos a que obedecerán los proyectos de uso de la información analizada.

Si la entidad no informa al interesado acerca del propósito de analizar la información indicando la finalidad a que atenderán los proyectos, permitiendo al menos su oposición, infringiría la normativa de protección de datos, desde el momento en que, para llevar a cabo dicho análisis, la entidad tendrá como mínimo que realizar un tratamiento tendente a la eliminación de los datos identificativos y de difuminación de la información para impedir que pueda deducirse la identidad.

Será necesario, además, solicitar al interesado su consentimiento en aquellos casos en que la información objeto del análisis esté pseudonimizada o permita deducir su identidad.

Lógicamente, la fase analítica no se limita a estudiar las condiciones subjetivas de las personas, sino que también las circunstancias objetivas que pueden afectar al resultado de la relación, circunstancias que normalmente se comprueban mediante fuentes privadas y fuentes abiertas de información que la entidad que realiza el análisis añade a las circunstancias subjetivas, enriqueciendo esa información para conocer la interrelación entre unas circunstancias y otras.

Dado que este enriquecimiento con datos objetivos de la información personal va a permitir obtener las conclusiones relativas a la experiencia de la persona en cuestión, todo el proceso, aun cuando los datos objetivos no tengan la consideración de datos personales, estará afectado por la necesidad de informar de todas las circunstancias

del proceso de análisis y permitir la oposición o, en su caso, solicitar el consentimiento.

El Reglamento General de Protección de Datos (Reglamento (UE) 2016/679 de 27 de abril de 2016) –que resultará de aplicación a partir de mayo de 2017– contiene en el considerando 29 una mención relativa al análisis de la información, poniendo de manifiesto la necesidad de que se sustituyan los agregadores de la información por pseudónimos (en el proceso que denomina seudonimización) para someter a análisis los datos personales, si bien puntualiza que esto no elimina la necesidad de que se adopten las medidas técnicas y organizativas que impone la propia norma, entre las que se encuentran los deberes de información y de respeto a la voluntad del interesado:

*«Para incentivar la aplicación de la seudonimización en el tratamiento de datos personales, debe ser posible establecer medidas de seudonimización, permitiendo al mismo tiempo un análisis general, por parte del mismo responsable del tratamiento, cuando este haya adoptado las medidas técnicas y organizativas necesarias para garantizar que se aplique el presente Reglamento al tratamiento correspondiente y que se mantenga por separado la información adicional para la atribución de los datos personales a una persona concreta.»*

El Reglamento insiste, además, en el considerando 28 en la necesidad de que se cumplan las garantías de protección de datos que establece la propia norma: *«la introducción explícita de la «seudonimización» en el presente Reglamento no pretende excluir ninguna otra medida relativa a la protección de los datos».*

La segunda fase del Big Data consiste en la aplicación de las conclusiones del análisis de la primera fase a un caso concreto, diferente de los analizados previamente, comparando las conclusiones extraídas en la primera fase con las circunstancias y variantes que concurren en el caso concreto que se somete a decisión, para adoptar la decisión oportuna conforme a las conclusiones obtenidas en los precedentes.

A diferencia del análisis en la primera fase, en ésta resulta esencial conocer la identidad de la





persona respecto de la que se adopta la decisión, ya que esta fase concluye necesariamente con una decisión de tipo contractual, aceptando o rechazando una solicitud o determinando las condiciones singulares aplicables a la relación contractual.

Es más, el Big Data, no sólo se aplica en el momento de establecer la relación contractual para tomar la decisión de aceptar el contrato o determinar sus condiciones específicas. Hoy en día, mediante lo que se han denominado Smart Contracts, es posible establecer un sistema automático de adaptación de las condiciones del contrato a la evolución de las circunstancias que se hayan determinado expresamente, siempre que así lo hayan pactado las partes. Lógicamente, las circunstancias que se establecen para la actualización de las condiciones en un Smart Contract no se limitan a un valor objetivo (el tradicional índice de base para la determinación de los intereses aplicables, por ejemplo) sino que vendrán definidas por circunstancias complejas, incluso subjetivas, cuya influencia en el equilibrio de las prestaciones se ha comprobado en la fase de análisis previo.

En conclusión, en esta segunda fase, la incidencia en la privacidad del individuo es más intensa que en la primera, ya que la aplicación de las conclusiones obtenidas en la fase de análisis afecta directamente al interés individual de la persona, que se verá beneficiado o perjudicado por la individualización de las condiciones que le resultarán de aplicación.

Además, esta individualización de las condiciones que se aplican al interesado tiene que ser necesariamente objetiva. Es decir, si las circunstancias que influyen en la situación personal coinciden en dos supuestos, ambos interesados deberán recibir un trato idéntico. En caso contrario, la diferenciación del trato podría considerarse discriminatoria.

Sin embargo, a pesar de que afecte de forma más intensa a la libertad del individuo, lo cierto es que el interesado, que necesita el producto o servicio que solicita, se va a ver compelido a

aceptar la individualización de las condiciones contractuales conforme a las circunstancias determinadas por la entidad que ofrece ese producto o servicio, aceptando, en consecuencia, que la entidad analice las condiciones singulares que concurren en su caso y las compare con las analizadas previamente.

Este proceso incurre de lleno en el ámbito regulado por la normativa de protección de datos, lo cual exige que la entidad atienda cuidadosamente las obligaciones establecidas en la norma. Es más, salvo supuestos muy excepcionales, cuando quien solicita el producto o servicio es un individuo, una persona física, resultarán de aplicación las normas de protección de consumidores y usuarios a la relación contractual.

Esta doble normativa exige, en definitiva, que la entidad analice de forma muy meticulosa todo el proceso mediante el que facilita la información y obtiene el consentimiento del interesado, ya que cualquier defecto que afecte a alguna de estas dos garantías podría dar lugar, no sólo a sanciones del regulador de protección de datos por tratamiento sin consentimiento, sino también a la nulidad del consentimiento contractual otorgado aceptando la aplicación de las condiciones de individualización del contrato por limitar derechos del interesado (artículos 83 y 86 de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios, Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre). Las consecuencias de esta nulidad parcial del consentimiento por abusivo podrían ser muy complicadas.

En conclusión, el Big Data tiene una importancia capital en el desarrollo del negocio de las entidades financieras, máxime a la vista del incremento de la competencia que afecta al sector. Sin embargo, para su aplicación, las entidades financieras deben tener una sensibilidad enorme, para tener la certeza de que no se vulneran las garantías y principios de la protección de datos, cuya aplicación resulta inevitable.





# CIBERSEGURIDAD Y MERCADOS FINANCIEROS

**Rubén Frieiro Barros**  
**DELOITTE**

## INTRODUCCIÓN

La Estrategia Nacional de Ciberseguridad<sup>1</sup> (desarrollada en el 2013) define el ciberespacio como «el desarrollo de las Tecnologías de Información y Comunicaciones» que «ha generado un nuevo espacio de relación en el que la rapidez y facilidad de los intercambios de información y comunicaciones han eliminado las barreras de distancia y tiempo». Este desarrollo tecnológico conlleva el desarrollo de un espacio global, sin fronteras, que hace partícipes a un elevado número de usuarios de una globalización sin precedentes.

En el entorno de los mercados e infraestructuras financieras, esta transformación también ha venido acompañada de un cambio estructural en los participantes, mediante la irrupción de compañías «*fintech*», aumentando con ello la demanda de perfiles profesionales dotados de una mayor componente tecnológica e informática.

Este espacio global formado por la hiperconectividad de los sistemas de información<sup>2</sup>, redes de comunicaciones y canales de acceso a la información y a las transacciones on-line ha generado un cambio importante en los perfiles de riesgo operacional –tanto desde el punto de vista de probabilidad de ocurrencia como del impacto en el caso de su materialización– que deben gestionar las distintas empresas e instituciones.

Sin lugar a duda, la ciberseguridad es una de cuestiones en el panorama tecnológico actual que más está resonando en el ámbito económico y social del mundo desarrollado. Probablemente, esta resonancia se debe al elevado número de incidentes que se están dando a conocer y que cada vez tienen un mayor eco mediático y entre la opción pública, como se pudo comprobar el pasado mes de mayo con el ya conocido ciberataque «WannaCry» que, en un solo fin de semana afectó a más de 150 países, con un relevante impacto en bancos, redes de transporte y servicios sanitarios<sup>3</sup>.

Otro de los incidentes que ha tenido una fuerte repercusión en los medios de comunicación ha sido el ciberataque contra la red eléctrica ucraniana que, a pocos días de la Navidad de 2015, dejó durante horas a más de 700.000 personas sin energía eléctrica. En el sector financiero, cabe destacar el reciente incidente sufrido por Tesco Bank, afectó a más de 9.000 cuentas corrientes con unas pérdidas reconocidas de 2,5 millones de libras; o el ciberataque sobre ciertas entidades asiáticas<sup>4</sup> basado en la manipulación operaciones sobre transferencias realizadas a través de la red SWIFT también han generado un elevado impacto económico, pero sobre todo una escalada en el estado de alarma de los reguladores financieros.

La transformación digital ha sido una de las tendencias tecnológicas más destacadas en el sector financiero a lo largo del 2016 y sigue siendo un

<sup>1</sup> <http://www.dsn.gob.es/es/estrategias-publicaciones/estrategias/estrategia-ciberseguridad-nacional>

<sup>2</sup> Según Gartner, el mundo hiperconectado es una realidad con más 8.400 millones de dispositivos conectados y que se espera que crezca hasta 20.400 millones en el año 2020.

<sup>3</sup> [https://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/infocus/20170619\\_infocus\\_cybercrime.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/infocus/20170619_infocus_cybercrime.en.pdf)

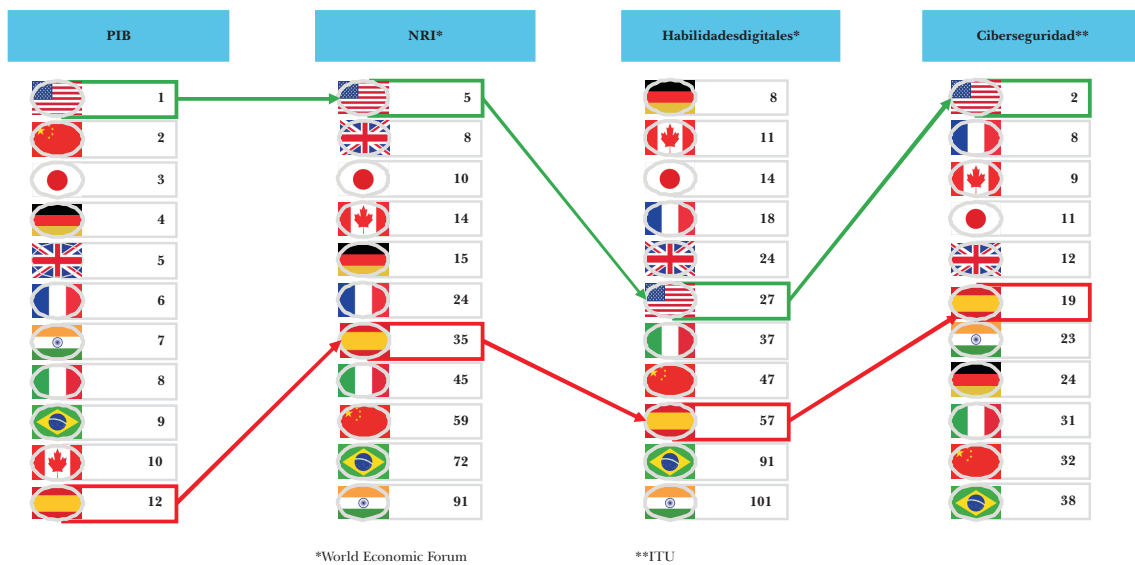
<sup>4</sup> Banco Central de Bangladesh (1Q 2016) y Tien Phou Bank (4Q 2015).

factor que ocupa un espacio importante en la agenda de los directivos de las entidades financieras. La explosión de los servicios móviles, la accesibilidad que facilitan los nuevos canales digitales y la transformación de los modelos de relación entre clientes y prestadores de servicio, está llevado a que se aborden de manera continua y permanente cambios y evoluciones en las aplicaciones y sistemas de información de los

operadores del sector. Esto aumenta tanto la incertidumbre como la complejidad asociada al uso de la tecnología y su protección.

A modo de resumen, en el siguiente gráfico se puede ver la situación comparativa de España, en relación con el nivel de desarrollo digital de su economía y su posicionamiento en cuanto al desarrollo de sus capacidades de ciberseguridad:

**FIGURA 1. POSICIONAMIENTO PAÍSES SEGÚN SU DESARROLLO ECONÓMICO, DESARROLLO DIGITAL Y CIBERSEGURIDAD**



Organizaciones internacionales como World Economic Forum, han situado los ciberataques como uno de los riesgos más probables y de mayor impacto para el desarrollo económico mundial tal y como se recoge en su último informe publicado en enero de 2017<sup>5</sup>.

Sin lugar a duda, uno de los mayores retos a los que se enfrenta la ciberseguridad es el del factor humano. En dos vertientes: tanto en su parti-

cipación y mediación para que muchos incidentes tengan éxito, como en la necesidad de profesionales preparados y entrenados para desarrollar y ejecutar las medidas de seguridad necesarias para protegernos. Fuentes asociadas a compañías del ámbito de los recursos humanos, cifran la necesidad de empleos TIC sin cubrir en Europa dentro de 10 años en más de un millón de puestos de trabajo.

Todos estos factores han hecho que los reguladores hayan puesto su foco en las cuestiones de ciberseguridad. En consecuencia, en el horizonte próximo (tal y como se desprende del análisis de

<sup>5</sup> <https://www.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2017>.



la nueva normativa existente) se han de producir cambios significativos en las regulaciones nacionales, con nuevos requisitos de cumplimiento en gestión del riesgo de ciberseguridad para los operadores servicios esenciales.

### UN RIESGO GLOBAL CON ALTO IMPACTO EN LOS SISTEMAS E INFRAESTRUCTURAS DE MERCADOS FINANCIEROS

Atendiendo al análisis recogido en las Estrategia Nacional de Ciberseguridad, las características principales de los ciberataques serían las siguientes:

- **Bajo coste:** dado que las herramientas para poder ejecutarlos están fácilmente localizables en internet y su coste es realmente bajo.
- **Ubicuidad y fácil ejecución:** al utilizar medios telemáticos estos pueden ejecutarse de manera deslocalizada y generalizada.
- **Efectividad e impacto:** la existencia de debilidades significativas en la seguridad informática, la complejidad tecnológica de los sistemas de información hacen que este tipo de ataques suelen alcanzar sus objetivos.
- **Reducido riesgo para el atacante:** la facilidad de ocultación hace que sea muy difícil atribuir la comisión del ataque a su verdadero autor.

Según el estudio realizado por el CCN-CERT<sup>6</sup> sobre ciberamenazas y tendencias para el 2017, se han identificado diez tipos de agentes atacantes principales con capacidad para comprometer la seguridad de estados, empresas y ciudadanos.

Este equipo de ciberseguridad ha gestionado sólo en el 2016 más de 20.940 incidentes, de los cuales 54% de ellos se han debido código dañino (mayoritariamente un tipo de infecciones por troyanos cuya finalidad es brindar a los atacantes una puerta de entrada a los sistemas infectados para poder implementar ataques más amplios y peligrosos).

Las principales diferencias entre unos agentes atacantes se producen por las motivaciones y objetivos que persiguen<sup>7</sup>:

- **Estados:** buscan mejorar su posición geopolítica y estratégica.
- **Organizaciones criminales:** buscan un beneficio económico, directo o indirecto.
- **Ciberterroristas y Ciberyihadistas:** pretenden alterar el normal desenvolvimiento social, atemorizar e influir en las decisiones políticas, hacer propaganda y reclutar a seguidores.
- **Ciberativistas:** su motivación es puramente ideológica.
- **Cibervándalos:** buscan evidenciar vulnerabilidades, explotar la piratería, diversión, retos, ...
- **Organizaciones privadas:** buscan información de valor o secretos profesionales de la competencia.
- **Actores internos:** su motivación generalmente es la venganza o el beneficio económico.

A continuación se mencionan los incidentes asociados a cada uno de estos agentes que a lo largo del 2016 han tenido impacto moderado o alto:

<sup>6</sup> <https://www.ccn-cert.cni.es/informes/informes-ccn-cert-publicos/2224-ccn-cert-ia-16-17-ciberamenazas-y-tendencias-edicion-2017/file.html>

<sup>7</sup> En el informe completo referenciado se recoge la descripción de los 10 agentes principales de ataque, así como la valoración sobre el impacto de los distintos ciberincidentes registrados a lo largo del 2016.



Agente atacante	Víctimas		
	Sector Público	Empresas	Ciudadanos
Estados	Ciberespionaje político	Ciberespionaje industrial	
	Capacidades ofensivas		
Organizaciones criminales		Robo, publicación o venta de información	
		Manipulación de información	
		Disrupción de sistemas	
		Toma de control de sistemas	Toma de control de sistemas
Ciberyihadistas		Propaganda y reclutamiento	
Ciberactivistas	Robo y publicación de información		
	Disrupción de sistemas		
Cibervándalos	Disrupción de sistemas		

En el estudio citado, se hace un análisis más detallado de los principales vectores de ataque empleados por estos agentes. Los más destacables son: (i) las vulnerabilidades existentes en el software (tanto en aplicaciones comerciales como en desarrollos propios de las empresas) y (iv) el factor humano, debido principalmente al poco conocimiento y entrenamiento de los usuarios finales para hacer un uso seguro de los medios tecnológicos que disponen a su alcance.

Las principales técnicas empleadas para implementar los ataques en el 2016 han sido:

- **Malware o código dañino:** el malware de mayor incidencia en el 2016 han sido los troyanos (más del 86% de los ataques de este tipo de los gestionados por el CCN-CERT). Las tres vías principales de acceso por las que las organizaciones se infectan con este tipo de malware son: el correo electrónico, descargas de sitios web y un híbrido entre ambos (correos con enlaces a webs malignas)
- **Ataques de denegación de servicio:** Este tipo de ataques buscan, o bien generar un

daño por indisponibilidad del servicio; o servir como una cortina de humo para poder ejecutar ataques más sofisticados, como robos de información.

- **Ataques contra webs:** Este tipo de ataques utilizan la infraestructura web pública de las empresas para lograr acceso a recursos internos y obtener información confidencial de las compañías. En el 2016, el 90% de los ataques web se han producido explotando dos de las vulnerabilidades más peligrosas que puedan darse en este tipo de sistemas: *SQL injection* y *Local File Inclusion*<sup>8</sup>.

En el ámbito de los mercados financieros y de las infraestructuras que los soportan, en su *Informe sobre ciberseguridad en mercados de valores*<sup>9</sup>, de los agentes atacantes descritos por el CCN-CERT, la IOSCO considera cinco relevantes para

<sup>8</sup> Consultar <http://www.owasp.org> para tener más información sobre este tipo de vulnerabilidades.

<sup>9</sup> <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOS-COPD528.pdf>



el sector financiero: (i) organizaciones criminales, (ii) hacktivistas, (iii) naciones estado, (iv) organizaciones terroristas y (v) atacantes internos (referidos principalmente a empleados o antiguos empleados de las organizaciones)

Según este mismo informe, basado en datos recogidos de distintas fuentes del mercado, los costes originados por el cibercrimen para la economía mundial en el 2014 ascendieron a más de 400 billones de dólares americanos<sup>10</sup>, lo que equivale en Europa a una pérdida en torno a 150.000 puestos de trabajo. Esta estadística sitúa el impacto económico del cibercrimen casi al nivel del narcotráfico.

Este informe reconoce al sector financiero como una de las tres industrias más afectadas por los incidentes de ciberseguridad. Además los considera como uno de los mayores retos a los que se enfrentan tanto los reguladores, como los operadores del sector. El documento propone a su vez un amplio abanico de ejemplos y de prácticas gestión, con el propósito de que los reguladores, supervisores y prestadores de servicios tomen nota y les sirva para incrementar los niveles de seguridad y reforzar los mecanismos de gestión del riesgo de ciberseguridad.

**FIGURA 2. EJEMPLOS DE ATAQUES ESPECÍFICOS SOBRE INFRAESTRUCTURAS DE MERCADOS FINANCIEROS (FUENTE IOSCO Y ELABORACIÓN PROPIA)**

Accesos no autorizado o uso fraudulento de sistemas de negociación	Diseminación de información falsa (spoofing de emisores)	Interrupción de los sistemas de curso de ordenes. Corrupción de la información de ordenes
Manipulación de algoritmos de cálculo de índices	Manipulación de protocolos de intercambio de información financiera	Hackeo y control de sistemas de trading
Manipulación de límites de operación	Inducción de errores en el cálculo de márgenes	Borrado, manipulación de registros de liquidación de ordenes

Desde el punto de vista de respuesta (específicamente sectorial) al ciberriesgo, la iniciativa más destacable llevada hasta el momento ha sido la realizada al amparo del Plan Nacional de Protección Infraestructuras Críticas por parte del CNPIC, consistente en el desarrollo y aprobación

del Plan Estratégico Sectorial del Sector Financiero. Dicho plan recoge el análisis general de riesgos del sector sobre las principales infraestructuras (incluidas las tecnológicas) y la propuesta de medidas estratégicas de protección necesarias para prevenir, evitar y mitigar; (entre otros) los ciberataques contra este tipo de infraestructuras.

En líneas generales, podríamos concluir que los riesgos asociados al uso de la tecnología siempre

<sup>10</sup> <https://www.mcafee.com/es/resources/misc/infographic-cybercrime-loss-gdp.pdf>



han estado presentes, pero en los últimos años han crecido en relevancia debido sobre todo a la explosión de hiper conectividad de los sistemas de información, la digitalización y robotización de muchas de las actividades productivas y de gestión, así como el desarrollo de plataformas e infraestructuras cada vez más sofisticadas y complejas donde la seguridad por defecto no ha sido uno de los aspectos considerados durante las etapas de diseño.

Esto ha provocado que agentes tradicionales de ataque hayan virado su foco hacia el ciberespacio, especialmente algunos grupos especialmente poderosos como pueden ser organizaciones criminales y mafiosas y grupos terroristas, incluso ciertos estados extranjeros, cada uno de ellos con una motivación distinta y poderosa para elaborar y ejecutar ataques cada vez más sofisticados.

## UNA PRIORIDAD PARA LOS REGULADORES

### *ESTRATEGIA NACIONAL DE CIBERSEGURIDAD*

En el año 2013, el Consejo de Seguridad Nacional elaboró un Plan Estratégico de Ciberseguridad, con el objetivo de que «España haga un uso seguro de los sistemas de información y telecomunicaciones, fortaleciendo las capacidades de prevención, defensa, detección, análisis, investigación, recuperación y respuesta a los ciberataques.» Dicho documento establece y desarrolla la estrategia para alcanzar seis objetivos específicos, así como las líneas de acción necesarias para poder alcanzarlos.

La protección de las infraestructuras críticas merecen por parte de este documento una línea de acción específica (la número 3) para el impulso de la normativa para la Protección de Infraestructuras Críticas y de las capacidades necesarias para la protección de los servicios esenciales.

### *PROTECCIÓN DE INFRAESTRUCTURAS CRÍTICAS*

La Ley 8/2011 de 28 de abril define una infraestructura crítica como «aquella cuyo funciona-

miento es indispensable para prestar servicios esenciales a la ciudadanía y que no puede ser sustituida por una solución alternativa». Dicha ley establece la clasificación de los sectores estratégicos, siendo uno de ellos el sector financiero.

El desarrollo de las medidas de protección (instrumentalizado mediante planes estratégicos, planes de seguridad, planes de protección y planes de apoyo<sup>11</sup>) se regula mediante el Real Decreto 704/2011 de 20 de mayo.

Dicha regulación también establece una serie de órganos de supervisión y coordinación, entre los que destaca el Centro Nacional para la Protección de las Infraestructuras Críticas y Ciberseguridad. El CNPIC, dependiente de la Secretaría de Estado de Seguridad, tiene como misión el impulso, la coordinación y la supervisión de todas las actividades relacionadas con la protección de las infraestructuras críticas en el territorio español.

El Plan Estratégico Sectorial del Sector Financiero ha sido ya elaborado y aprobado, habiendo finalizado también el proceso de elaboración y aprobación de los planes de seguridad de los operadores críticos designados en el sector y los planes de protección específicos para las infraestructuras críticas incluidas en el catálogo. Todos los contenidos de estos planes, así como la identidad de los operadores designados como críticos están considerados secretos oficiales.

Uno de los aspectos considerados durante el desarrollo de las medidas de protección (especialmente las que tienen que ver con la respuesta ante un incidente) ha sido la designación de dos órganos de apoyo específicos para tratar las cuestiones relativas a la ciberseguridad. El primero de ellos es la puesta en marcha en el año 2012 del CERT de Seguridad e Industria (dependiente del INCIBE), encargado de la «prevención, mitigación y respuesta ante incidentes cibernéti-

---

<sup>11</sup> En [http://www.cnpic.es/Legislacion\\_Aplicable/Generico/index.html](http://www.cnpic.es/Legislacion_Aplicable/Generico/index.html) es posible consultar los contenidos mínimos del PSO y el PPE así como las guías buenas prácticas para la elaboración de los planes, donde es posible encontrar ejemplos de las medidas de seguridad más detalladas a implementar por los operadores.





cos en el ámbito de las empresas, los ciudadanos y los operadores de infraestructuras críticas»<sup>12</sup>. El segundo de ellos es la Oficina de Coordinación Cibernética (dependiente del CNPIC) cuya misión es la coordinación de las actividades específicas de protección en el ciberespacio entre el CERTSI y las Fuerzas y Cuerpos de Seguridad del Estado, configurando así un equipo de respuesta ante cualquier incidente cibernético que afecte a una infraestructura crítica.

### DIRECTIVA NIS

Profundizando en la protección de los servicios esenciales (entre los que se encuentran los servicios financieros y las infraestructuras que los soportan) el Consejo y el Parlamento Europeo han aprobado la Directiva (EU) 2016/1148, el 6 de julio de 2016, relativa a las medidas destinadas a garantizar un elevado nivel común de seguridad de las redes y sistemas de información en la Unión.

El objetivo de esta directiva es brindar unas capacidades de ciberseguridad homogéneas en todos los estados de la Unión y asegurar la cooperación e intercambio de información sobre ciberseguridad de manera eficiente. El plazo para la trasposición de la directiva a la legislación nacional de los estados finaliza en mayo de 2018.

La directiva destaca ocho sectores esenciales objeto de protección entre los que se incluyen: (i) la banca (entidades de crédito), (ii) gestores de centros de negociación y (iii) las entidades de contrapartida central, por lo que sin duda serán tenidos en cuenta por parte del legislativo español<sup>13</sup>.

La primera de las consideraciones que la directiva realiza sobre el sector bancario y las infraestructuras de mercados financieros (IMF) hace referencia a la notable armonización en este sector realizada tanto por las autoridades europeas, como por las autoridades de supervisión (el

Mecanismo Único de Supervisión, el Sistema Europeo de Supervisión de Financiera o la Autoridad Europea de Valores y Mercados)

Adicionalmente, la inclusión de la seguridad, la integridad y la resistencia de las redes y los sistemas de información como parte del riesgo operativo a gestionar por las entidades supervisadas, obliga a que éstas deban establecer requisitos de seguridad en muchos casos más estrictos que los recogidos en la propia directiva, los cuales están ya ampliamente recogidos en diversas normas de la Unión<sup>14</sup>.

Lo mismo es aplicable a la obligación de comunicación de incidentes de seguridad, ya que forman parte de la práctica normal de la actividad de supervisión de las autoridades europeas, estando ya contempladas tal y como lo recogen los reglamentos actualmente de aplicación<sup>15</sup>.

Entrando un poco más en detalle en el contenido de la directiva, esta obliga que los estados adopten en su trasposición las siguientes medidas para establecer un nivel armonizado de ciberseguridad<sup>16</sup>:

- a) Identificar y comunicar a la Comisión los operadores de los servicios esenciales y los proveedores de servicios digitales.
- b) Identificar y comunicar a la Comisión incidentes con un efecto perturbador significativo: Dicha comunicación la realizarán

<sup>14</sup> Normas sobre el acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y normas sobre los requisitos prudenciales aplicables a las entidades de crédito y las empresas de inversión, que incluyen requisitos sobre el riesgo operativo; normas sobre los mercados de instrumentos financieros, que incluyen requisitos sobre evaluación de riesgos para las empresas de inversión y los mercados regulados; normas sobre los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, que incluyen requisitos sobre el riesgo operativo para dichas entidades y registros; y normas sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión y sobre los depositarios centrales de valores, que incluyen requisitos sobre el riesgo operativo.

<sup>15</sup> Reglamento (UE) No 1024/2013 del Consejo de 15 de octubre de 2013 que encomienda al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito.

<sup>16</sup> <http://www.dsn.gob.es/es/actualidad/sala-prensa/implicaciones-directiva-nis-para-estados-miembros>

<sup>12</sup> <https://www.certsi.es/sobre-certsi/que-es-certsi>

<sup>13</sup> Como parte de las consideraciones planteadas en la directiva se mencionan múltiples excepciones acerca del sector financiero específicamente que el regulador deberá tener en cuenta a la hora de realizar la trasposición.



- operadores y los prestadores de servicios digitales a través de las autoridades nacionales competentes o los centros de respuesta a incidentes nacionales.
- c) Desarrollar y comunicar a la Comisión las estrategias nacionales de seguridad de las redes y los sistemas de información.
  - d) Definir el marco de gobernanza que se coordine con las estructuras europeas: (i) designar autoridades competentes (una o más), (ii) designar un punto de contacto único nacional para coordinar y asegurar la cooperación a nivel de la Unión y (iii) designar uno o varios equipos de respuesta a incidentes de seguridad informática (CSIRT).
  - e) Cooperación a escala nacional e internacional: (i) estableciendo una red de CSIRT y (ii) participando en la creación un grupo de cooperación con otros estados miembros, la comisión y la Agencia de Seguridad las Redes y de la Información de la Unión Europea (ENISA).
  - f) Establecimiento de requisitos de seguridad y notificación de incidentes, tanto a los operadores esenciales, como a los prestadores de servicios digitales, velando por su cumplimiento.
  - g) Establecimiento de un régimen de sanciones que penalice el incumplimiento de las disposiciones nacionales aprobadas.

En relación con el punto f), las medidas de seguridad exigibles tanto a los operadores esenciales como a los prestadores de servicios digitales deberán ser proporcionales a los riesgos planteados, lo que sin duda va a incidir de manera significativa en los actuales mecanismos de estimación de riesgo operacional (en lo que a ciberseguridad se refiere) para asegurar un nivel de protección mucho más efectivo y dinámico, que se basará en un mayor desarrollo y aprovechamiento de los mecanismos de ciberinteligencia.

<sup>17</sup> <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS433.pdf>

Otro aspecto significativo que a imponer el desarrollo normativo en la trasposición va a ser la obligación de la medición de impacto de los incidentes y su comunicación a las autoridades competentes. Este punto es especialmente relevante dado que en el sector bancario ya existen estas exigencias impuestas a efectos de supervisión por el Banco Central Europeo y, también la necesidad de notificación al CNPIC para las instituciones que actualmente forman parte del catálogo de operadores e infraestructuras críticas.

### *GUÍA IOSCO DE CIBER RESILIENCIA*

En lo que se refiere a las infraestructuras de mercados financieros y en aplicación de la guía de ciber resiliencia<sup>17</sup> de la IOSCO, nos encontramos requisitos similares a implementar por parte de este tipo de instituciones.

CPMI<sup>18</sup>-IOSCO<sup>19</sup> han hecho pública en junio de 2016 la «Guía sobre ciber resiliencia para infraestructuras de mercados financieros» con el objetivo de que las IMF's puedan anticiparse a los ciberataques y poder responder de manera rápida y efectiva a ellos.

Para ello, la guía propone que las IMF's desarrollen e implemente un marco interno para la ciber resiliencia compuesto por los siguientes elementos<sup>20</sup>:

- a) **Gobernanza:** formado por el conjunto de los procedimientos y responsabilidades que la entidad ha puesto en marcha para gestionar los riesgos de ciberseguridad. Estos procedimientos deben estar claramente soportados en roles definidos y asignados a personas concretas tanto a nivel del consejo, como del equipo directivo. La

<sup>18</sup> Committee on Payments and Market Infrastructures

<sup>19</sup> International Organization of Securities Commissions

<sup>20</sup> Es posible encontrar ejemplos de medidas técnicas a implementar por las organizaciones tanto en el texto de la propia guía como en otros estándares de referencia referenciados en el informe «Cyber Security in Securities Markets» de la IOSCO.



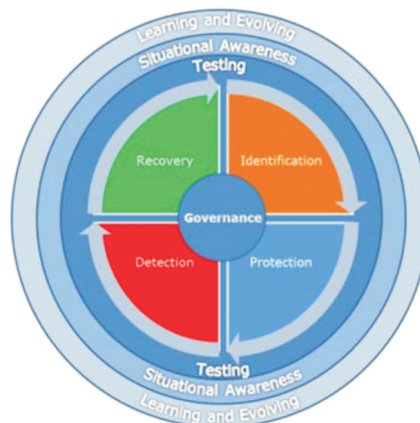
organización debe fomentar una cultura de seguridad entre los empleados a todos los niveles.

- b) **Identificación:** de manera que la entidad conozca los procesos y funciones críticas, así como qué activos de información y tecnológicos las soportan, de modo que puedan ser protegidos de manera efectiva y prioritaria.
- c) **Protección:** mediante la implantación de medidas de seguridad (de acuerdo a estándares reconocidos) basadas tanto en medidas organizativas, como tecnológicas.
- d) **Detección:** de manera que la organización disponga de capacidades para identificar anomalías y eventos que indiquen la ocurrencia de potenciales incidentes de ciberseguridad y poder responder de manera anticipada para prevenirlos o mitigarlos.
- e) **Respuesta y recuperación,** basado en la capacidad de los servicios críticos para poder seguir presentándose después de la ocurrencia de un ciberataque. Destaca especialmente el requerimiento de poder restaurar cualquier servicio crítico en un tiempo objetivo inferior a 2 horas.
- f) **Testing,** de manera que la organización pueda asegurarse de que los distintos com-

ponentes del marco de protección están debidamente configurados y se comportan de manera esperada. De esta forma es posible identificar aspectos de mejora o deficiencias que pueden ser corregidas de manera proactiva.

- g) **«Situational awareness»**, con la finalidad de entender y comprender en entorno en el que la organización está operando realizando actividades de inteligencia sobre ciberamenazas que permitan identificar y anticipar posibles incidentes de ciberseguridad. También se incluye en este componente del marco de control la necesidad de establecer mecanismos de compartición de información sobre incidentes de ciberseguridad, con otras organizaciones o grupos, de manera que puedan establecerse medidas efectivas para prevenirlos o mitigar su impacto.
- h) **Aprendizaje y evolución,** provocar que el marco de control evolucione de acuerdo a la rapidez con la que cambian las ciberamenazas y los riesgos, basado en un aprendizaje y entrenamiento continuo, especialmente obtenido de las experiencias pasadas y del establecimiento de métricas que permitan compararse con otras instituciones.

**FIGURA 3: MARCO CIBER RESILIENCIA (GUÍA IOSCO)**





Como se puede observar tras la lectura de la guía, el marco propuesto está alineado con otros estándares que existen en el ámbito de la ciberseguridad, como por ejemplo el desarrollado por el NIST: «Framework for Improving Critical Infrastructure Cyber Security»<sup>21</sup>.

## *DIRECTIVA PSD2*

En lo que a los medios de pago se refiere, desde el punto de vista de regulación la mayor novedad viene por parte de la nueva Directiva (UE) 2015/2366 de 25 de noviembre<sup>22</sup>, donde se incluyen aspectos relevantes en cuanto a las medidas de seguridad que afectarían tanto a los prestadores de los servicios de pago, como a los nuevos negocios que puedan surgir al amparo de esta nueva regulación (que sin duda formarán un colectivo importante dentro de los nuevos actores denominados «fintech»).

La seguridad es un elemento fundamental para disponer de servicios de pagos fiables y seguros. Por ese motivo la directiva presta especial atención a las medidas que los proveedores de este tipo de servicios tienen que implantar para hacer frente a unos riesgos cada vez más crecientes y vinculados con la tecnología, debido en gran parte a explosión de los servicios de pagos electrónicos. A efectos de esta normativa, los pagos son considerados un servicio esencial para el mantenimiento de las actividades económicas y sociales llegando a ser de «vital importancia».

Serán, por lo tanto, los prestadores de servicios de pago los encargados de diseñar y establecer medidas de seguridad basadas en el riesgo operativo a gestionar, las cuáles serán supervisadas por las autoridades competentes en la materia. Para facilitar la normalización de las medidas de seguridad y homogenizar los mecanismos de

protección, la ABE junto con el BCE serán los encargados de establecer las directrices de protección y supervisión para asegurar el cumplimiento.

Entre estas medidas, son especialmente relevantes las relativas a la gestión de incidentes de seguridad, su graduación, mecanismos de respuesta y paliación y la comunicación a la autoridad competente en función de su gravedad. La necesidad de notificación de incidentes no sólo se realizará ante la autoridad competente, sino que será necesario informar al perjudicado final.

Finalmente, el aspecto quizás más relevante desde el punto de vista de la seguridad de los servicios de pago son los mecanismos de autenticación y comunicación, los cuales a su vez están regulados por un conjunto de normas técnicas desarrolladas por la ABE.

## *REGLAMENTO DE PROTECCIÓN DE DATOS*

En lo que se refiere a la protección de la privacidad y la protección de los datos personales, el 27 de abril del 2016 se ha aprobado el Reglamento (UE) 2016/679 relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a su libre circulación.

El RGPD recoge todas las obligaciones con las que tienen que cumplir las organizaciones que manejen datos de carácter personal para la prestación de los servicios ofrecidos y el desarrollo de su negocio, donde, por supuesto, está incluida la industria financiera al completo.

Aparte de las medidas de seguridad a implantar por las organizaciones para la protección de esta información –medidas que, como no podía ser de otra forma, estarán basadas en estudios previos de riesgo– la principal novedad se encuentra en la necesidad de notificar a las autoridades competentes las violaciones de seguridad que se produzcan, donde se incluyen los incidentes de ciberseguridad que puedan derivar en una filtración de datos. Dicha notificación deberá realizarse también al titular de los datos sobre los que ha ocurrido la incidencia de seguridad.

<sup>21</sup> [https://www.nist.gov/sites/default/files/critical\\_infrastructure\\_cybersecurity.pdf](https://www.nist.gov/sites/default/files/critical_infrastructure_cybersecurity.pdf)

<sup>22</sup> Directiva (UE) 2015/2366 de 25 de noviembre de 2015 sobre servicios de pago en el mercado interior.



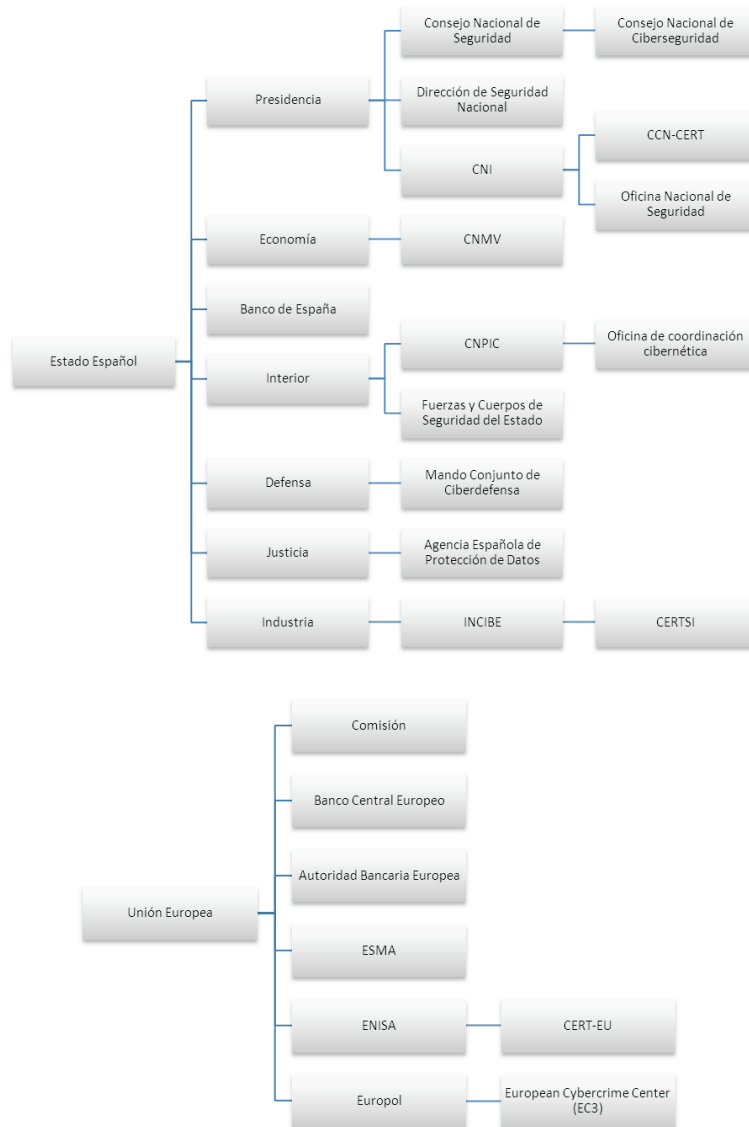
### PRINCIPALES AUTORIDADES NACIONALES Y EUROPEAS

Este complejo panorama regulatorio genera, a su vez, una estructura de autoridades nacionales y europeas con competencias en materia de ciberseguridad muy diverso, tanto desde el punto de vista del dictamen de reglamentos,

guías o instrucciones, como para el ejercicio de las funciones de supervisión y apoyo en la respuesta ante incidentes de ciberseguridad.

La mayor parte de estos actores han sido referenciados en alguna de las normativas comentadas anteriormente. En el siguiente gráfico se ilustran los principales actores y sus relaciones jerárquicas:

**FIGURA 4: ESTRUCTURA DE AUTORIDADES NACIONALES Y EUROPEAS CON COMPETENCIAS EN MATERIA DE CIBERSEGURIDAD**





Los próximos cambios, sin duda, vendrán marcados por la trasposición de las directivas de NIS y PSD2, así como el desarrollo y evolución que está teniendo el tratamiento de la ciberseguridad (como parte del riesgo operacional) por parte de la ABE y el BCE. Por ese motivo, el mapa de agentes relevantes en el ámbito de la ciberseguridad sufrirá cambios significativos a lo largo del 2018.

También es de esperar que el nuevo reglamento de seguridad privada, actualmente en fase de desarrollo, incluya algunos cambios en la organización de las autoridades con competencias en el ámbito de la ciberseguridad vinculadas, especialmente, al Ministerio del Interior para un mayor control sobre las empresas prestadoras de servicios de ciberseguridad.

### **ESTRATEGIA DEL EUROSISTEMA PARA FORTALECER LA CIBER RESILIENCIA DEL ECOSISTEMA FINANCIERO EUROPEO**

Atendiendo a la escalada y evolución que está teniendo el escenario de ciberamenazas y el incremento de la dependencia tecnológica de las infraestructuras de mercados financieros, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo, ha decidido en Abril de 2017 mejorar la ciber resiliencia del ecosistema financiero de la Unión Europea a través de una mejor preparación sectorial y colaboración<sup>23</sup>.

La estrategia propuesta por el BCE se basa en tres pilares:

- **Pilar 1º: Preparación de las infraestructuras de mercados financieros**, basado en asegurar un cumplimiento efectivo de las recomendaciones de la guía CPMI-IOSCO desarrollando, para ello, un conjunto de herramientas que puedan ser usadas por los operadores para incrementar su nivel madurez en ciberseguridad.

Una de las herramientas propuestas pasa por la puesta en marcha de una serie de «juegos de guerra» basados en un enfoque de «red team» donde se simule un equipo de ataque (actuando como lo harían los cibercriminales) atacando a distintos niveles, de forma controlada, las infraestructuras existentes. De esta forma se podrían probar las capacidades de la infraestructura para protegerse, detectar y responder ante un ciberataque. Por lo tanto, el objetivo es disponer de un marco para la realización de pruebas que permita incrementar los estándares actuales a seguir por los prestadores de servicios de ciberseguridad (tanto testers como proveedores de ciberinteligencia).

- **Pilar 2º: Resiliencia sectorial:** El mundo de las infraestructuras de mercados financieros es un mundo altamente interdependiente, donde no llega con respuestas individuales para asegurar un adecuado nivel de protección y respuesta ante un ciberataque. Existe un rango muy amplio de puntos vulnerables (superficie de ataque) incluso ajenos a las propias infraestructuras, donde éstas actuarían como elementos propagadores y amplificadores de los impactos del ataque exitoso. Por ese motivo es necesario profundizar en mayor conocimiento de las interconexiones e interdependencias, una catalogación de los participantes en sistema y determinar los nodos críticos que deben ser observados por parte de los supervisores con una mayor atención.

La compartición eficaz de información (incluida la información de ciberinteligencia) entre los participantes en este entorno tan interconectado cobra una especial relevancia para asegurar el nivel de resiliencia necesario. Esta compartición debería realizarse como mínimo a tres niveles: (i) entre los participantes del mercado, (ii) entre

<sup>23</sup> [https://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/infocus/20170619\\_infocus\\_cybercrime.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/infocus/20170619_infocus_cybercrime.en.pdf)

<sup>24</sup> G7 Fundamental elements of cybersecurity for the financial sector.





participantes y reguladores y (iii) entre los reguladores.

El último de los factores necesarios para asegurar la resiliencia sectorial es la capacidad de realizar simulaciones de crisis y ejercicios sectoriales con una amplia participación de los operadores del mercado y las autoridades, lo que permitirá tener una visión más clara sobre el escalado y evolución de los ciberataques hasta derivar en situación de crisis (a nivel de la UE) y la forma de poder gestionarlas en un entorno tan complejo como es el actual.

- **Pilar 3º: Compromiso estratégico entre industria y regulador.** La UE ha reconocido la importancia que tiene el disponer de foros de colaboración y entendimiento entre las autoridades públicas y la industria de ciberseguridad, de manera que esta colaboración se extienda más allá de las iniciativas que están llevando a cabo distintos estados de manera aislada. De esta forma, la constitución de foro de colaboración paneuropeo, compuesto por autoridades públicas, industria financiera y proveedores de ciberseguridad, permitirá avanzar en el desarrollo mecanismos de protección y mejoras de compartición de información llevando la evolución de las capacidades de ciberseguridad a un nivel más maduro y con una visión mucho más amplia que la puramente estatal e industrial (local).

## BUENAS PRÁCTICAS Y RECOMENDACIONES

El conjunto de las economías más desarrolladas del mundo (Canadá, Francia, Alemania, Gran Bretaña, Italia, Japón y Estados Unidos) han puesto en marcha un grupo de ciberexpertos con la finalidad de identificar los elementos fundamentales de ciberseguridad para el sector financiero<sup>24</sup>. Fruto de este trabajo se ha desarrollado

un documento que ha sido tomado en consideración por parte del Banco Central Europeo como un conjunto de buenas prácticas, promoviendo su adopción por las distintas autoridades competentes.

Cada uno de los componentes de este marco actúa a modo de bloque que es necesario implementar para poder poner en marcha una estrategia de ciberseguridad efectiva, que desarrolle protocolos específicos de actuación que permitan dar una respuesta operativa y efectiva de las organizaciones ante los ciberataques.

Los elementos que componen el marco son:

### *ELEMENTO 1: ESTRATEGIA Y MARCO DE CONTROL PARA LA CIBERSEGURIDAD*

Establecer y mantener una estrategia de ciberseguridad y un marco de control de la misma ajustada a los ciberriesgos y apropiadamente alienada con los estándares y guías internacionales, nacionales, de la industria.

Los principales elementos a tener en cuenta por cada entidad a la hora de perfilar su estrategia y ajustar su marco de control son: (i) naturaleza, (ii) tamaño, (iii) complejidad interna, (iv) perfil de riesgo y (v) cultura interna. La estrategia de ciberseguridad debe tener en cuenta las recomendaciones sobre la necesidad de cooperación entre las entidades y las autoridades públicas, tanto para las que integran el sector, como otras dependientes del mismo, de manera que la respuesta ante los ciberataques permita minimizar y contener las consecuencias de una forma mucho más amplia.

Una vez más, se identifica al sector financiero como un elemento esencial y necesario para el correcto funcionamiento de la economía mundial y el bienestar social.

### *ELEMENTO 2: GOBIERNO*

Definir y facilitar el desarrollo de nuevos roles profesionales y responsabilidades dentro de las organi-

<sup>24</sup> G7 Fundamental elements of cybersecurity for the financial sector.



zaciones que se encarguen de: (i) implementar, (ii) gestionar y (iii) supervisar la efectividad de la estrategia de ciberseguridad y el buen funcionamiento de los componentes del marco de control. Este equipo de gobierno tendrá que asegurar el cumplimiento de las responsabilidades, la dotación de recursos necesarios, ser fuente de autoridad interna y facilitar el acceso y la coordinación con las autoridades públicas al más alto nivel ejecutivo.

Desde el punto de vista del esquema organizativo asociado al gobierno de la ciberseguridad, este debe contemplar la asignación de responsabilidades claras en todos los niveles de la cadena de toma de decisiones y a las líneas de reporting establecidas dentro de la organización.

### *ELEMENTO 3: EVALUACIÓN DE RIESGOS Y CONTROLES*

Identificar y evaluar los ciber riesgos asociados a las funciones, actividades y servicios (incluyendo interconexiones, dependencias y terceras partes). Identificar e implementar controles (incluyendo sistemas, políticas, procedimientos y formación para protegerse de los ciberataques según los niveles de tolerancia al riesgo establecidos por las autoridades de la organización.

La evaluación de los controles existentes para prevenir los ciber riesgos, deber realizarse tanto desde la óptica de su existencia e implantación como su eficacia (operativa) para reducir al riesgo hasta niveles residuales aceptables por la organización. Las estrategias a llevar a cabo para la gestión del riesgo pueden contemplar tanto la prevención, la eliminación, la mitigación y la transferencia del riesgo.

La perspectiva desde la que se debe realizar el análisis, no sólo debe incluir un enfoque puramente interno a la organización. Además, dicho análisis debe tener en cuenta el impacto sobre otras entidades y sobre el sector financiero en general. Las actividades a considerar dentro de la evaluación del riesgo deberían abarcar: depósitos, préstamos, pagos, negociación y contratación, compensación, liquidación y custodia.

### *ELEMENTO 4: MONITORIZACIÓN*

Establecer procesos de monitorización que de manera ágil detecten incidentes y permitan realizar un seguimiento continuo de la efectividad de las medidas de protección, combinando: monitorización de la red, testeo de controles y autoría.

La monitorización permite un doble objetivo: ajustar el apetito al riesgo de la organización a través de un mejor conocimiento del entorno de riesgos y subsanar las posibles debilidades en las medidas de protección desplegadas. La realización de autorías, dependiendo de su finalidad, debería asegurar un adecuado nivel de independencia entre los auditores y los responsables de gestionar los programas de ciberseguridad.

### *ELEMENTO 5: RESPUESTA*

Establecer procedimientos de respuesta que de manera oportuna (i) evalúen la naturaleza, alcance e impacto de los incidentes, (ii) contengan el incidente y mitiguen su impacto, (iii) notifiquen su ocurrencia interna y externamente y (iv) coordinen de manera conjunta la respuesta con las terceras partes interesadas o afectadas por el ciberataque.

Desde el punto de las partes interesadas por la ocurrencia del incidente (teniendo en cuenta un foco más amplio que la propia organización y las consecuencias para sus empleados y clientes) los procedimientos deben considerar involucrar a: accionistas, organizaciones prestadoras de servicios, reguladores, autoridades públicas y clientes.

Los procedimientos de respuesta, deberán a su vez asegurar que los procesos de decisión durante la gestión de la crisis estén claramente definidos y asignados los roles dentro de la organización. Adicionalmente, las organizaciones deberían probar y entrenar estos mecanismos de respuesta, compartiendo los resultados con las autoridades públicas para poder evaluar cómo la gestión de los incidentes críticos puede tener interdependencias con otras organizaciones.



### *ELEMENTO 6: RECUPERACIÓN*

Durante la reanudación de las operaciones, deben adoptarse las medidas necesarias para: (i) eliminar los remanentes dañinos del incidente, (ii) restaurar sistemas y datos al estado normal y confirmar el mismo, (iii) identificar y mitigar todas las vulnerabilidades y debilidades que dieron origen al incidente, (iv) remediar las vulnerabilidades para evitar la repetición de incidentes similares y (v) comunicar la resolución de manera apropiada tanto interna como externamente.

### *ELEMENTO 7: COMPARTICIÓN DE INFORMACIÓN*

Establecer mecanismos y canales de comunicación para poder compartir la información relacionada con amenazas identificadas, vulnerabilidades descubiertas, incidentes ocurridos y respuestas implementadas para mejorar las defensas, limitar los datos y mejorar el «situational awareness» y el aprendizaje compartido. Dicha compartición debería realizarse tanto con las autoridades públicas como con otras entidades del ecosistema financiero.

Las actividades de compartición de información deben apoyarse en labores de inteligencia sobre ciberamenazas que permitan anticipar la ocurrencia de las amenazas y mejorar los niveles de preparación y respuesta ante la ocurrencia de los incidentes, basando una buena parte de esas actividades de inteligencia en la información compartida por otras entidades.

### *ELEMENTO 8: APRENDIZAJE CONTINUO*

Revisar la estrategia y los marcos de control de ciberseguridad de manera periódica (así como el resto de elementos necesarios para la correcta gestión de la ciberseguridad) para asegurar la efectividad del sistema y la capacidad de adaptación de mismos ante los cambios en riesgos, cambios internos de la organización y los cambios en el entorno, identificando y remediando

las debilidades e implementando las lecciones aprendidas.

El entorno financiero es un entorno altamente cambiante y que evoluciona con rapidez, motivado por los cambios tecnológicos, pero también por la evolución y el desarrollo de las sociedades y negocios actuales.

### **CONCLUSIONES FINALES**

La importancia que tiene el sector financiero desde el punto de vista del desarrollo económico y el bienestar social provoca que este sea considerado como un servicio esencial que debe ser protegido contra los ataques cibernéticos y que los operadores de estas infraestructuras logren un nivel de ciber resiliencia acorde a su nivel de criticidad.

La preocupación provocada por el grado de la exposición al riesgo originada por los ciberataques ha desencadenado la actual respuesta regulatoria de las autoridades europeas y que habrá que esperar a mediados del año 2018 para conocer como estos cambios son aterrizados al marco normativo nacional.

El cumplimiento con la nueva regulación y el nuevo escenario de riesgos que plantea el desarrollo de la tecnología (y los nuevos modelos de negocio) está teniendo un alto impacto en la forma en la que las instituciones financieras plantean la gestión del ciberriesgo.

El modelo de seguridad informática más tradicional basado en medidas de protección técnicas y contención de los incidentes mediante planes de contingencia y planes de recuperación no es suficiente para poder gestionar este nuevo escenario de riesgos.

El nuevo modelo debe responderse dentro de las organizaciones con una estrategia de ciberseguridad, un marco de control y modelo de gobierno con autoridad reconocida. Las medidas de seguridad recogidas en este marco de control tienen que seguir la estrategia fijada, siendo desplegadas en varias líneas de defensa y abarcando tanto en los ámbitos tecnológicos como organizativos.



Es necesario impulsar la ciberresiliencia, invirtiendo en nuevas capacidades de ciberinteligencia y disponer de procedimientos de respuesta a los incidentes con objetivos claramente comprometidos en cuanto a los tiempos de recuperación de los servicios esenciales y que permitan a los operadores conocer las causas originarias del incidente para evitar que estos puedan repetirse.

La compartición de información sobre ciberincidentes se convierte, por lo tanto, en una actividad clave para articular la colaboración entre entidades (entre operadores sectoriales, incorporando a los stakeholders, las autoridades públicas y los supervisores) que permita disponer de una visión más clara y completa de los entornos de ciberriesgos a los que estas organizaciones están expuestas.

La realización de ciberejercicios en los que participen la mayoría de los operadores del sector per-

mitirá conocer y anticipar las debilidades que puedan existir tanto en la estrategia como en marco de protección adoptado. Los resultados de la ejecución de los ciberejercicios permitirán a los reguladores mejorar los estándares y buenas prácticas de ciberseguridad y ajustar las normas sectoriales en pro de una mayor protección y resiliencia.

Finalmente, como respuesta a la importancia que tiene el factor humano y su papel como cooperador necesario en muchos casos para que los ciberataques sean exitosos, las buenas prácticas aplicables recomiendan establecer procedimientos de aprendizaje continuo que trabajen las capacidades de ciberseguridad, no sólo de los especialistas encargados de la respuesta y gestión del riesgo, sino que también se extiendan al colectivo de usuarios de manera que las instituciones pueda trabajar una cultura de protección y prevención de ciberataques a todos los niveles.



# ÚLTIMOS AVANCES (Y RETROCESOS) EN LA RESOLUCIÓN BANCARIA

**Francisco Uría**

**Socio principal de KPMG abogados y socio responsable del sector financiero**

## 1. NOVEDADES Y EXPECTATIVAS EN LA REGULACIÓN EUROPEA DE LA RECUPERACIÓN Y RESOLUCIÓN DE ENTIDADES DE CRÉDITO

El marco jurídico europeo de la resolución bancaria consta, como es sabido, de dos piezas normativas fundamentales: la 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 las directivas 77/91/CEE y 82/891/CE del Consejo, las Directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE y 2011/35/CE y el Reglamento (UE) n° 1093/2010<sup>1</sup>, por la que se estableció un régimen armonizado de reestructuración y resolución de entidades de crédito, aplicable en los distintos Estados europeos y, por otro lado, el Reglamento (UE) n° 806/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de julio de 2014, por el que se establecen normas uniformes y un procedimiento uniforme para la resolución de entidades de crédito y de determinadas empresas de servicios de inversión en el marco de un Mecanismo Único de Resolución, y un Fondo Único de Resolución y se modifica el Reglamento (UE) n° 1093/2010 (en adelante *«el Reglamento»*).

La tercera pieza para la construcción del mecanismo único de resolución en Europa fue el Acuerdo Intergubernamental que sentaría las bases para las aportaciones de los Estados de la Eurozona, suscrito en Bruselas el 14 de mayo de 2014<sup>2</sup> bajo el nombre de Acuerdo Intergubernamental sobre la *«transferencia y mutualización de las contribuciones al Fondo Único de Resolución»*.

El Acuerdo era imprescindible por cuanto no todos los Estados de la Unión Europea tendrían bancos comprendidos en el Mecanismo Único de Resolución (sólo los de la Eurozona) por lo que los instrumentos jurídicos que recogieran sus obligaciones no podrían ser los propios de la Unión Europea sino, como sucede en todos los casos de cooperación reforzada entre países de la Unión, un Tratado Internacional entre los Estados concernidos.

En el Acuerdo Intergubernamental se estableció que la aportación en el primer año sería de un 40% del total para pasar a una segunda aportación del 20% en el año siguiente con lo que en un plazo de dos años el Fondo quedaría dotado en un 60% del total, lo que representa una clara aceleración respecto del proceso de dotación inicialmente previsto. A partir de ese momento, las aportaciones anuales serían del 6,7 por ciento hasta que se alcanzasen los 55.000 millones de euros inicialmente previstos.

Como instrumento imprescindible al servicio de la Junta Única de Resolución, el binomio

<sup>1</sup> Publicada en el DOUE de 12 de junio de 2014 con la referencia L 173/190 (ES).

<sup>2</sup> Agreement on the transfer and mutualisation of contributions to the Single Resolution Fund. 8457/14.



Reglamento 806/2014 y el referido Acuerdo Intergubernamental crearon y regularon un Fondo Único de Resolución, que la Junta utilizaría, exclusivamente, «con el fin de garantizar la aplicación eficiente de los instrumentos de resolución y el ejercicio eficiente de las competencias de resolución...y de conformidad con los objetivos de resolución y los principios que rigen la resolución» bancaria de acuerdo con el propio Reglamento, en sus artículos 14 y 15.

El Fondo debería alcanzar, al cabo de los ocho años finalmente establecidos como período «inicial» o de implementación, un nivel equivalente al uno por ciento del importe de los depósitos con cobertura de todas las entidades de crédito autorizadas en todos los Estados miembros participantes lo que implicaría un volumen de, aproximadamente, 55,000 millones de euros.

El Fondo habría de anteponerse al «rescate» de una entidad con fondos públicos de forma que, en los casos en que la reestructuración o resolución bancaria no fuera posible a través del sacrificio de la entidad o de sus propios acreedores privados, habrá de ser el Fondo quien cargue con los costes derivados de la resolución, de acuerdo con las normas y fines que acaban de resumirse.

Sin embargo, mucho antes de llegar a la utilización del referido Fondo, existirían otros instrumentos disponibles para la financiación de la resolución de una entidad de crédito.

En primer lugar, se produciría el «sacrificio» de accionistas y acreedores bancarios, incluyendo a los titulares de depósitos no garantizados y pasando por los instrumentos de bonos e instrumentos híbridos, ya fuera en el marco de un procedimiento de «bail in» o, incluso, como instrumento de resolución específico, distinto a la aplicación genérica del mecanismo de la recapitalización interna (como la ha denominado nuestra ley nacional) o «bail in». En este sentido, desempeñarán un papel clave los instrumentos emitidos específicamente para posibilitar la resolución bancaria: el TLAC con carácter global y el MREL para el caso de las entidades europeas.

La denominación MREL responde a las iniciales en inglés del concepto de «requerimiento

mínimo de recursos propios y pasivos elegibles para la recapitalización interna de las entidades de crédito», instrumentos elegibles obligatoriamente emitidos por las entidades para su conversión forzosa en acciones a efectos de hacer viable la recapitalización interna.

La Directiva establecía cuáles son esos instrumentos, de un modo que resulta muy distinto de la configuración final del TLAC, ya establecida por el Consejo de Estabilidad<sup>3</sup> Financiera. Esta es la razón por la que la Comisión Europea ha adoptado iniciativas legislativas, tendentes a facilitar el cumplimiento de ambos requerimientos (TLAC y MREL) por las entidades sistémicas globales que tienen su base en Europa. Nos referimos, concretamente, al paquete legislativo presentado por la Comisión Europea en noviembre de 2016, que analizaremos con mayor detenimiento a continuación.

Al margen de esta iniciativa legislativa, la Directiva sobre Resolución Bancaria fue objeto de desarrollo a través del Reglamento Delegado (EU) 2016/1450, de 23 de mayo de 2016, por el que se complementa la Directiva 2014/59/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación en las que se especifican los criterios relativos al método para establecer el requisito mínimo de fondos propios y pasivos admisibles.

En definitiva, al final del año 2016 ya contábamos con las piezas regulatorias necesarias para la plena aplicación de los nuevos instrumentos de resolución.

Como balance global, nos parece acertada la opinión de RESTOY<sup>4</sup> cuando ha señalado que, «aunque la dotación inicial del Fondo Único de Resolución y el proceso de mutualización de las aportaciones suponen algunas limitaciones en el

<sup>3</sup> Sobre este extremo, resulta del mayor interés el trabajo de José Carlos Pardo y Victoria Santillana titulado «The European MREL: main characteristics and TLAC similarities and differences» publicado en Europe Regulation Watch de BBVA-Research el 3 de diciembre de 2014.

<sup>4</sup> Restoy, F. «Cambios en los sistemas de supervisión y resolución bancaria en la zona euro» en la obra colectiva «31 claves para la gestión de riesgos en entidades bancarias. Nuevos riesgos, nuevos retos». VV nota 118, página 91.





corto plazo, su existencia resulta esencial para asegurar la disponibilidad en Europa de un sistema de resolución de entidades que contribuya a mitigar el contagio entre el riesgo financiero y el riesgo soberano y, por lo tanto, a evitar la fragmentación de los mercados en Europa».

Sin embargo, tal y como acabamos de anticipar, la agenda regulatoria en materia de resolución bancaria no se encuentra ni mucho menos terminada, y la Comisión Europea ha presentado dos propuestas normativas tendentes a la reforma de esa regulación en algunos aspectos relevantes que, a la vista de las experiencias recientes en casos reales de resolución y «no-resolución» bancaria, podrían aumentarse a otros aspectos.

Se trata de las siguientes propuestas específicas:

- Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2014/59/UE, en relación con la capacidad de absorción de pérdidas y de recapitalización de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, así como las Directivas 98/26/CE, 2002/47/CE, 2012/30/UE, 2011/35/UE, 2005/56/CE, 2004/25/CE y 2007/36/CE<sup>5</sup>
- Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (UE) n° 806/2014 en lo que se refiere a la capacidad de absorción de pérdidas y de recapitalización para las entidades de crédito y las empresas de inversión<sup>6</sup>

Estas normas, al margen de completar cuestiones pendientes en la regulación europea (básicamente el diseño final del MREL) aspiran a resolver el problema apuntado de la falta de coherencia entre los requerimientos del TLAC y el MREL para los bancos sistémicos globales europeos. Puesto que se trata de normas específicamente europeas, no sujetas a los avatares finales relacio-

nados con el cierre de los acuerdos de Basilea III (como sí sucede con otras propuestas de la Comisión incluidas en el mismo paquete reformador que la revisión de la normativa sobre resolución), su aprobación no tiene otro obstáculo (y no es menor) que el acuerdo político entre los Estados y las instituciones europeas, al margen de la posible incorporación, todavía no producida, de medidas correctas de los defectos observados en la normativa sobre resolución con ocasión de los casos que se han producido en este año. No obstante, lo cierto es que ya prácticamente ha transcurrido un año desde la presentación de estas propuestas sin que se hayan producido avances significativos.

## 2. EVOLUCIÓN DE LA NORMATIVA ESPAÑOLA EN MATERIA DE RESOLUCIÓN BANCARIA

Al igual que en el caso europeo, el inicio del año 2017 encontró al ordenamiento español dotado de los nuevos instrumentos de recuperación y resolución bancaria, una vez aprobadas las normas que efectuaron la transposición del marco europeo a que se ha hecho referencia en el apartado anterior.

Esa regulación española sobre la recuperación y resolución de entidades de crédito se encuentra contenida, como es conocido, en la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión<sup>7</sup> y en sus disposiciones de desarrollo.

La Ley mantiene buena parte del contenido de la Ley 9/2012 (proveniente de un Real Decreto-Ley aprobado en el marco del MoU europeo en el verano del año 2012), aunque incorpora algunas novedades relevantes procedentes de la nueva regulación europea. Entre esas novedades puede destacarse la regulación detallada de la planificación de la resolución, la evaluación de la resolubilidad de las entidades, la regulación del «Fondo de Resolución Nacional» que, en su día, y tras un proceso de mutualización progresiva, se integrará en

<sup>5</sup> Bruselas, 23.11.2016. COM (2016) 852 final. 2016/0362 (COD).

<sup>6</sup> Bruselas, 23.11.2016. COM (2016) 851 final. 2016/0361 (COD).

<sup>7</sup> BOE de 19 de junio de 2015.



el «Fondo Único de Resolución Europeo» y, sobre todo, se crea una nueva arquitectura de resolución bancaria con una distinción de funciones entre una nueva entidad independiente integrada en el Banco de España, que asumirá la condición de «autoridad de resolución preventiva» y el FROB que será la «autoridad de resolución ejecutiva».

Por su parte, el legislador ha añadido una calificación más al caracterizar al FROB como «Administración independiente», con las consecuencias que de ello se derivan, en la reciente Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público<sup>8</sup>

En esta última fase normativa, el FROB queda así doblemente limitado en sus atribuciones por la aparición de una autoridad de resolución «europea», la Junta o Consejo Único de Resolución (Single Resolution Board o SRB por sus siglas en inglés) que actuaría como tal respecto de las entidades integradas en el Mecanismo Único de Resolución (la mayor parte del sector financiero español) y de una unidad autónoma dependiente del Banco de España que actuaría como autoridad de resolución preventiva, asegurando así la perfecta coordinación entre el ejercicio de las funciones de supervisión y de resolución preliminar o preventiva, uno de los aspectos clave del nuevo régimen de resolución bancaria.

A la Ley 11/2015 se le unió el Real Decreto 1012/2015, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión y por el que se modifica el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos en entidades de crédito.

Ese Real Decreto, además de detallar el contenido de las tres fases de los procedimientos de recuperación y resolución de entidades de crédito (actuación temprana, fase preventiva de la resolución y resolución propiamente dicha), concreta las facultades del FROB como autoridad de resolución ejecutiva y proporciona una regulación detallada

del nuevo fondo nacional (español) de resolución.

El Real Decreto incorpora un régimen novedoso para la ayuda financiera intragrupo, que es la lógica respuesta del regulador español a la realidad de los grupos españoles más importantes, compuestos por una matriz y filiales sitas en diversos estados, y que se han acogido a la modalidad de resolución por «multiple point of entry», opuesta a la resolución por «single point of entry»<sup>9</sup> propia del modelo de banco con sucursales que caracteriza a la mayor parte de los bancos internacionales.

En el caso de los grupos con «single point of entry» la estrategia de resolución se produce desde la cabecera del grupo permaneciendo inalteradas sus filiales.

En cambio, en el multiple point of entry la resolución puede afectar a alguna o a todas las filiales, que funcionan como entidades independientes. De ahí la necesidad de regular el modo en que el Grupo da respuesta a la situación creada a través de mecanismos de ayuda financiera intragrupo.

Estos acuerdos habrán de ser suscritos por una o varias filiales del grupo y establecer mecanismos de ayuda tanto entre filiales y matrices como entre las propias filiales. Concretamente, se establecen instrumentos de ayuda financiera en forma de préstamo, concesión de garantías o suministro de activos para uso como garantía.<sup>10</sup>

El Real Decreto también atribuía funciones relevantes a la autoridad de resolución preventiva (que, como sabemos, será un organismo independiente en el seno del Banco de España). Una de las más importantes se refería a la determinación del requerimiento mínimo de instrumentos aptos para su obligatoria conversión (el futuro MREL) que habrían de emitir las distintas filiales del grupo y de las matrices de la Unión Europea y también el requerimiento mínimo aplicable a nivel consolidado. Esta dualidad de requerimientos puede acarrear una exigencia adicional para aquellos grupos que, por razones históricas, dis-

<sup>8</sup> Disposición Adicional vigésima.

<sup>9</sup> En sus denominaciones en inglés, utilizadas más habitualmente en los documentos publicados sobre la cuestión.

<sup>10</sup> Artículo 15 del Real Decreto 1012/2015.



pongan de dotaciones superiores de capital en alguna o algunas de sus filiales, encontrándose insuficientemente capitalizadas a efectos de resolución (a efectos prudenciales no tendría importancia puesto que el requerimiento de capital se realiza a nivel de grupo consolidado) en alguna de las entidades individuales, lo que podría exigir medidas de recapitalización singulares.

Pero, como anticipábamos, uno de los contenidos fundamentales de la norma reglamentaria es la regulación detallada del Fondo de Resolución Nacional cuyos recursos habrán de alcanzar el 1 por ciento del importe de los depósitos garantizados de todas las entidades antes del 31 de diciembre de 2024.

Será el FROB quien habrá de especificar anualmente cuáles son las contribuciones que deberán efectuar cada entidad o grupo bancario. El FROB también podrá exigir contribuciones extraordinarias, que no podrán superar el triple del importe anual de las contribuciones ordinarias.

Como vemos, el FROB, que nació como respuesta coyuntural a los problemas de gestión y recapitalización de las entidades en dificultades, se ha convertido en agente fundamental de los procesos de recuperación y resolución de las entidades de crédito.

En definitiva, disponemos ahora de un régimen de recuperación y resolución de las entidades de crédito, plenamente homologable con el del resto de los Estados europeos, coordinado con el Mecanismo Único de Resolución y cumplidor de los más altos estándares y recomendaciones internacionales en la materia.

Debe dejarse constancia, en todo caso, de que la normativa española habría de ser nuevamente modificada en el caso de que, finalmente sean aprobadas las mencionadas propuestas europeas de reforma de la normativa sobre resolución bancaria (Directiva y Reglamento).

### **3. UN AÑO (2017) APARENTEMENTE TRANQUILO «A PRIORI»**

Genéricamente, los bancos sujetos al Mecanismo Único de Supervisión y al Mecanismo Único de

Resolución se encuentran en una situación muy diversa.

Por un lado, coexisten bancos que tienen la consideración de entidades sistémicas globales y otros que no lo son, con lo que se encuentran o no sujetos, en función de esa circunstancia, a los requisitos establecidos para los primeros en el marco global del TLAC.

Por otro lado, los sucesivos ejercicios de supervisión (SREP) y test de estrés han venido evidenciando, ya desde el año 2014, la existencia de un cierto número de bancos que se encontraban en una situación más precaria desde el punto de vista de recursos propios, especialmente en situaciones de tensión. De hecho, había algunas entidades en Portugal, Italia y algunos otros Estados europeos, que tenían pendiente la culminación de procesos de saneamiento y resolución que ya apuntaban al uso de recursos públicos.

En tercer lugar, todos los bancos de la zona euro, en mayor o menor medida, afrontan problemas de rentabilidad en buena parte derivados de la persistencia de una política monetaria de bajos tipos de interés que presiona a la baja su margen financiero.

Frente a esta situación, las palancas de que disponen los bancos para mejorar su rentabilidad son muy distintas. En unos casos, tienen filiales o sucursales en distintas geografías que les permiten desarrollar su actividad en mercados con mayores ritmos de crecimiento y niveles de rentabilidad. En otros, cuentan con una cartera diversificada (o, por el contrario, muy determinada) que les permite gozar de un modelo de negocio más rentable que el de otras entidades. De este modo, aun existiendo un problema general de rentabilidad, no todos los bancos lo sufren con la misma intensidad ni lo afrontan del mismo modo.

En cuarto lugar, la reciente actividad supervisora del BCE, muy activo en este ámbito como demuestra la aprobación de su guía sobre el tratamiento de préstamos dudosos<sup>11</sup>, ha demostrado que un número

<sup>11</sup> Guía del Banco Central Europeo sobre préstamos dudosos para entidades de crédito, publicada en marzo de



ro relativamente importante de bancos en la eurozona tenían en sus balances un volumen de activos improductivos (NPLs o NPEs, por sus siglas en inglés) que añadía dificultades a su rentabilidad y capacidad de concesión de nuevo crédito.

A pesar de todo ello, el 2017 parecía, a priori, un año relativamente tranquilo desde el punto de vista de la resolución bancaria en el que la agenda de las autoridades europeas contenía, fundamentalmente, los siguientes elementos:

- a) En el ámbito regulatorio, la tramitación de las reformas europeas en materia de la regulación sobre la resolución bancaria, a las que ya nos hemos referido anteriormente, y respecto de las que ya se detectaban movimientos previos en algunos Estados y en el Parlamento Europeo para que el cambio normativo pudiera aprovecharse para facilitar o, al menos, permitir expresamente, acciones unilaterales de resolución por parte de los Estados, que no empleasen los instrumentos comunes de resolución europeo y que, incluso, pudieran conllevar el recurso a ayudas públicas. También crece el apetito por una armonización total de la normativa europea sobre insolvencia y prelación de créditos.
- b) En el ámbito de la prevención de la resolución, el año 2017 habría de ser el año en que se continuara el proceso de establecimiento de los planes de resolución, después de que en el año 2016 sólo los tuvieran los bancos más importantes. También se iría avanzando, de la mano de la cooperación entre la Junta Única de Resolución y las autoridades nacionales de resolución, en la remoción de los denominados «obstáculos a la resolubilidad»<sup>12</sup> lo que afectaba, potencialmente a

cuestiones tan delicadas como la estructura de los grupos bancarios, las relaciones entre las entidades de un grupo o la externalización de servicios, especialmente en el caso de las llamadas «funciones críticas».

- c) En el mismo sentido, y en aplicación de la normativa que se ha citado anteriormente, 2017 habría de ser el año en que se avanzaría en la definición de los requerimientos individuales de MREL de modo que, paulatinamente, y como, de hecho, ya estamos viendo en el mercado español, los bancos irían emitiendo los instrumentos financieros elegibles necesarios para cumplir con ese nuevo requerimiento.

El proceso de definición individual del MREL avanzó de forma decisiva en el año 2016 y, de hecho, en algún momento pareció que el nuevo instrumento sería exigible en ese mismo año.

No obstante, la propia Junta Única de Resolución decidió posponer la publicación de la metodología final de cálculo del MREL por dos motivos básicos: en primer lugar, por su proximidad con el requerimiento de Pilar 2, lo que se convertía en un reto adicional para las entidades y también por la presentación de la comentada propuesta de la Comisión Europea para la armonización entre TLAC y MREL en noviembre de 2016. En cualquier caso, en el año 2016 se avanzó en el proceso de definición del MREL de los principales grupos bancarios a nivel consolidado, si bien todavía con un carácter no imperativo. De ahí que el año 2017 hubiera devenido en el año crucial para ese ejercicio de definición e, incluso, de emisión de los nuevos instrumentos por parte de los bancos de mayor tamaño.

Así, aunque creemos que el SRB todavía no ha remitido a las entidades la definición de su requerimiento individual de MREL, de acuerdo con el calendario previsto esa comunicación habría de producirse antes de que concluya el año 2017 para permitir su cumplimiento ya en el año 2018.

---

2017 y un documento clave en su estrategia de supervisión. Puede consultarse en el apartado dedicado a publicaciones dentro del área de supervisión bancaria en la página web del BCE ([https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance\\_on\\_npl.es.pdf?175eb9661209c8ef4e68f91c7b26cfa1](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_npl.es.pdf?175eb9661209c8ef4e68f91c7b26cfa1))

<sup>12</sup> Piénsese en que estos implicar cambios en la estructura jurídica de los grupos bancarios, las relaciones intragrupo o sus sistemas o procesos.



d) Por último, el año 2017 también sería un año de avance en la construcción (financiación) del Fondo Europeo de Resolución, tanto por las aportaciones de los bancos a los fondos nacionales de resolución como por la contribución de éstos a la financiación de aquél, de modo que se irían cumpliendo los ambiciosos objetivos fijados para los primeros años de la constitución del Fondo Europeo.

De hecho, la información recientemente publicada por la Junta Única de Resolución<sup>13</sup> muestra que ya se han recaudado unos 17.400 millones de euros como contribución al Fondo Único de Resolución, de los que 6600 se han aportado en el último año. Los bancos españoles han aportado alrededor de 2100 millones en total. Con ello, el Fondo va a aproximándose a su objeto de contar con el uno por ciento del total de los depósitos cubiertos en las entidades comprendidas en el Mecanismo Único de Resolución a finales de 2023.

Tomando todos estos temas en su conjunto, puede constatarse que muchos actores, públicos y privados, se encuentran a la vez afectados e influirían en el desarrollo de esa agenda de continuación del proceso de implementación de la regulación sobre resolución bancaria. Entre ellos cabe citar, al margen de las autoridades de resolución –europeas y nacionales–, al Banco Central Europeo, a las propias entidades concernidas y, no en menor medida, a los inversores y mercados que habrían de adquirir los instrumentos financieros elegibles emitidos. La actitud de esos mercados y su propensión a adquirir esos instrumentos y bajo qué condiciones sería una indicación de su valoración sobre el riesgo potencial de un «*bail in*» (o instrumento de resolución de efecto equivalente) en la entidad de que se trate que les llevase a perder totalmente o parcialmente su inversión. Así, se produciría un tratamiento distinto para las entidades más solventes –y, por

tanto, más alejadas del riesgo de una hipotética resolución–, que habrían de beneficiarse, teóricamente, de un coste de financiación bajo que el de sus competidores con un riesgo percibido (cierto o no) superior.

En todo caso, y sin perjuicio de las cuestiones que se analizarán en el apartado siguiente, los elementos relacionados con el MREL han centrado buena parte de la actividad de los reguladores y autoridades de resolución en los años 2016 y 2017, con un papel muy destacado de la EBA.

El papel de la Autoridad Bancaria Europea tiene una importancia singular puesto que le corresponde velar por la homogeneidad de los requerimientos de MREL establecidos para los distintos grupos bancarios por parte de las autoridades de resolución. A tal fin, ha aprobado su informe final sobre el borrador de los estándares de implementación técnica relativos a los procedimientos y modelos para la identificación y transmisión de información de las autoridades de resolución a la EBA en relación con el MREL<sup>14</sup>

#### 4. LOS ACONTECIMIENTOS «SOBREVENIDOS» DEL AÑO 2017: UNA FORZADA REFLEXIÓN SOBRE LA REGULACIÓN VIGENTE

El problema que se plantea en estos momentos, indisociable de la situación política que se vive en algunos países europeos, es la clara voluntad, ya evidenciada, de algunos Estados (singularmente, Italia y Portugal) de proceder a la reestructuración de su sector financiero o el saneamiento de entidades determinadas sin utilizar los mecanismos jurídicos contenidos en la nueva normativa sobre resolución bancaria y, en particular, tratando de evitar, en la mayor medida posible, el sacrificio de los inversores particula-

<sup>13</sup> Nota de prensa de 19 de julio de 2017, disponible en su página web.

<sup>14</sup> EBA/ITS/2017/06 de 5 de septiembre de 2017. «Final Report on the draft Implementing Technical Standard on procedures and templates for the identification and transmission of information by resolution authorities to the EBA, on minimum requirements for own funds and eligible liabilities under article 45(17) of Directive 2014/59/EU».





res («Bail in») que podría ser sensible desde un punto de vista político.

No es un tema menor. Las nuevas normas europeas surgieron en el marco de la Unión Bancaria como un elemento crítico para evitar la situación de fragmentación financiera surgida en aquellos momentos y que, en última instancia, tenía relación la diversa recepción de la capacidad de los distintos soberanos para afrontar situaciones de crisis en sus entidades bancarias.

Si, aun disponiendo de los nuevos instrumentos contenidos en la normativa europea sobre resolución bancaria, se utilizan instrumentos puramente nacionales que involucran en alguna medida el uso de recursos públicos, la cuestión de si los bancos gozan o no de un respaldo potencial por parte de sus respectivos Estados volvería al primer plano, cuestionando los principios y reglas fundamentales que hace no tanto tiempo sirvieron de fundamento para el nuevo entramado jurídico de la resolución bancaria en Europa.

Esta «amenaza latente» se ha puesto recientemente de manifiesto con ocasión de los procesos de «liquidación» de dos entidades italianas como han sido Banca Popolare di Vicenza y Veneto Banca.

En el caso de estos dos bancos, la Junta Única de Resolución decidió, en resolución adaptada el 25 de junio de 2017, que no procedía la apertura de un proceso de resolución como el previsto en la normativa europea por no concurrir el requisito de la existencia de un interés público afectado por la situación de las entidades. A partir de ese momento, ambos bancos hubieran debido sufrir un proceso de liquidación (concurso) de acuerdo con la normativa italiana.

Sin embargo, el Estado italiano consideró que sí concurría un interés público –aunque regional, limitado a la región del Véneto– lo que le llevó a aprobar las normas necesarias para habilitar un proceso de liquidación «ad hoc» para ambas entidades que reunía todas las características de una auténtica resolución bancaria «nacional» con el uso de recursos públicos.

El procedimiento establecido consistió en la transferencia de sus activos «non performing» de ambas entidades a un fondo similar a nuestro

FROB (Atalante) mientras que el negocio bancario «sano» fue vendido a una entidad distinta (Intensa San Paolo). Los dos bancos serán finalmente liquidados.

Lo más llamativo del proceso, dejando al margen la contradicción que supone la declaración de la Junta Europea de Resolución de que no existía un interés público concernido y la posterior utilización de esa misma cláusula –si bien limitada a un alcance «regional» por parte del Estado italiano para arbitrar una solución «ad hoc» –fue que la Comisión Europea<sup>15</sup> terminara considerando que la venta del negocio bancario sano de ambas entidades a Intensa San Paolo por la cifra de un euro no implicaba ayuda de estado incompatible con el Tratado y, por lo tanto, no necesitada (al menos) del cumplimiento de condiciones alineadas con la normativa europea vigente sobre ayudas públicas a la reestructuración del sector financiero.

Quedaba así consagrada, y «benedicida» por la Comisión Europea, la existencia de una vía alternativa a la resolución bancaria, distinta del sometimiento de las entidades a «concurso» y que podría considerarse una fórmula «nacional» de resolución que implica, además, el uso de recursos públicos y que limita hasta un cierto punto los sacrificios para los acreedores privados respecto de lo que hubiera ocurrido en el marco de la resolución bancaria.

Sin embargo, y en claro contraste con lo anterior, en España el Banco Popular había sufrido una suerte bien distinta.

Aunque el tamaño del Banco Popular, y su importancia en el sector financiero doméstico respectivo era, y es, mucho mayor al de ambos bancos italianos, no ha dejado de sorprender la diferencia entre los procedimientos seguidos en ambos casos.

El caso del Banco Popular ha sido, ciertamen-

---

<sup>15</sup> Decisión de la Comisión sobre la determinación de ayudas públicas bajo el artículo 18(4) del SRMR (Reglamento UE 806/2014) en base a que: i) la entidad tiene impacto en la economía regional, ii) el capital, los instrumentos híbridos de capital y la deuda subordinada han absorbido pérdidas (es decir, se ha aplicado el principio del «burden sharing») y iii) la entidad liquidada terminará desapareciendo.





te, un episodio singular en el que, a tenor de las sucesivas intervenciones públicas y resoluciones administrativas publicadas por las autoridades concernidas<sup>16</sup>, la causa última del inicio del proceso de resolución se encontró no en un problema de solvencia sino en una situación extrema de falta liquidez que, al impedir a la entidad cumplir con sus compromisos a corto plazo (incluso abrir sus oficinas al día siguiente), determinaba su falta de viabilidad.

Aquí, y tras un procedimiento tramitado en menos de doce horas, tiempo transcurrido entre la apreciación del supervisor bancario de la existencia de la situación de falta de viabilidad que se ha descrito<sup>17</sup> y su comunicación a la Junta Única de Resolución y la formalización de la venta de las acciones remanentes de la entidad al Banco Santander, sin que existiera utilización de recursos públicos, llegaron a adoptarse las medidas necesarias para que dicha adquisición se materializase.

En definitiva, en el caso del Banco Popular se aplicó, sin matices, la normativa europea sobre resolución bancaria, provocando el sacrificio de accionistas, titulares de instrumentos híbridos y

bonistas, aunque sin completar un proceso de recapitalización interna o «bail in» que hubiera implicado también el sacrificio de los depositantes no garantizados. Es decir, un procedimiento de resolución bancaria decidido por la Junta Única de Resolución y ejecutado por el FROB que culminó con la venta al Banco Santander de las acciones que quedaban del Banco Popular una vez amortizadas las acciones originales y parte de las resultantes de la conversión forzosa de determinados instrumentos financieros.

Para no dejar ninguna duda sobre mi posición personal al respecto, como jurista creo en la aplicación rigurosa de las normas y comprendo también la lógica inherente al principio de la recapitalización interna (limitada o no) por lo que, llegada una situación extrema como la que se planteó en el Banco Popular, y descartada cualquier forma de recapitalización con fondos públicos no había otra opción que la aplicación de las normas sobre resolución bancaria.

No obstante, no cabe tampoco duda de que lo sucedido ha hecho surgir algunas dudas técnicas que, sin duda, influirán en el devenir futuro de las normas sobre supervisión y resolución bancaria.

Al margen de esas dudas técnicas, que se expondrán a continuación, queda también planteada una duda «práctica»: qué hubiera sucedido si no hubiera existido un comprador para las acciones del Banco Popular o si hubiera necesitado de un plazo superior al que efectivamente dispuso el Banco Santander para tomar una decisión final sobre la compra de esas acciones. Como veremos, esta pregunta ha hecho surgir ya algunas propuestas, si bien de modo informal, por parte de las autoridades europeas.

En cuanto a las cuestiones de índole más general o técnica, todas ellas tienen que ver, más que con el caso en sí del Banco Popular, con la realidad de la aplicación de los procedimientos de resolución tal y como han quedado jurídicamente configurados en la normativa que se ha aprobado en los últimos años en Europa y en España.

La primera de ellas es la constatación de que, de facto o incluso de iure, existen distintos modos de abordar situaciones de crisis bancarias en Euro-

<sup>16</sup> El documento que mejor sintetiza las decisiones adoptadas a propósito de la resolución del Banco Popular es, a mi juicio, la Resolución de la Comisión Rectora del FROB de fecha 7 de junio de 2017, por la que se acuerda adoptar las medidas necesarias para ejecutar la decisión de la Junta Única de Resolución, en su sesión ejecutiva ampliada de fecha 7 de junio de 2017, por la que se ha adoptado el dispositivo de resolución sobre la entidad Banco Popular Español, S.A., en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 29 del Reglamento (UE) n° 806/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de julio de 2014, por el que se establecen medidas uniformes y un procedimiento uniforme para la resolución de entidades de crédito y de determinadas empresas de servicios de inversión en el marco de un Mecanismo Único de Resolución y un Fondo Único de Resolución y se modifica el Reglamento (UE) n° 1093/2010. Puede ser consultado en la página web del FROB ([www.frob.es](http://www.frob.es)) en el apartado titulado «resoluciones».

<sup>17</sup> VV nota anterior, página 1. La resolución del FROB dice literalmente que «Con fecha 6 de junio de 2017, el Banco Central Europeo ha comunicado a la Junta Única de Resolución (la «JUR»), la inviabilidad de la entidad de acuerdo con lo establecido en el artículo 18 del Reglamento (UE) n° 806/2014 por considerar que la entidad no puede hacer frente al pago de sus deudas o demás pasivos a su vencimiento o existan elementos objetivos que indiquen que no podrá hacerlo en un futuro cercano».



pa. Si ello es efectivamente así sería bueno reconocerlo expresamente en la normativa y no permitir situaciones «ad hoc» que pueden perjudicar a bancos solventes de Estados menos inclinados a rescatarlos con recursos públicos en caso de dificultad y que podrían generar asimetrías indeseables, incluidas las condiciones y el coste de emisión de los instrumentos constitutivos del MREL. Ello sería un primer motivo de reflexión sobre la conveniencia de una reforma europea.

El segundo tiene que ver con las circunstancias particulares del caso del Banco Popular y, singularmente, con el hecho de que su caída tuviera que ver con la existencia de una grave crisis de liquidez derivada de un proceso acelerado de retirada de depósitos.

Lo sucedido ha evidenciado la inexistencia de un auténtico «prestamista de última instancia» que, más allá de la posible adquisición de activos que cumplieran determinados requisitos (que se han demostrado exigentes) pudiera apoyar a una entidad afectada por una grave crisis de liquidez. La duda se refiere a si esta función debe o no ser desarrollada por el Banco Central Europeo, por la autoridad nacional de supervisión, por las autoridades de resolución o por los Estados de origen, contando (o no) con autorizaciones de unas u otras autoridades. Este es el segundo ámbito en que se ha abierto una reflexión imprescindible.

En este sentido, una vía de reflexión ya abierta se refiere a la posibilidad de incorporar nuevas herramientas o instrumentos al servicio de la resolución bancaria, alguno de los cuales podría consistir en la posibilidad de aplicar una moratoria de determinados pagos durante un cierto período de tiempo, como ha sido planteado por la Presidenta de la Junta Única de Resolución con ocasión de una reciente comparecencia parlamentaria.<sup>18</sup> En esa misma compa-

recencia también se aludió a la necesidad de mejorar la información disponible respecto de los pasivos de las entidades y la forma de prestarles apoyo en materia de liquidez cuando ello fuera necesario.

La tercera duda se refiere al papel desempeñado por los instrumentos llamados a hacer efectiva la resolución bancaria (los futuros TLAC y MREL) y el papel que pueden jugar en entidades aparentemente solventes. Si, por las razones que sean, los inversores que han adquirido esos instrumentos llegan a la conclusión de que existe una posibilidad (por remota que sea) de que la entidad emisora llegue a afrontar un proceso de resolución, su reacción lógica será vender esos activos a cualquier precio.

Ello conducirá, como ya hemos visto en algún caso, a un descenso vertiginoso del precio de sus activos que se contagiará rápidamente a todos los instrumentos emitidos por la entidad y, entre ellos, al valor de sus acciones.

Y aquí es donde surge la diferencia entre un banco y una empresa de cualquier otro tipo. El banco se sustenta sobre una base muy frágil: la confianza de los inversores y sus clientes (depositantes). Quebrada la confianza de los primeros es muy difícil que la situación no llegue a afectar a los segundos y que la entidad, como sucedió en el caso del Banco Popular, termine sufriendo un rápido proceso de retirada de depósitos (facilitado por los canales no presenciales para la realización de transacciones bancarias) que acabe provocando una crisis de liquidez.

Todo ello sin mencionar el efecto potencial que en esa secuencia «diabólica» pueda jugar la existencia de un volumen de posiciones cortas tomadas sobre las acciones de la entidad en dificultad, sin duda otro de los aspectos sobre los que han surgido opiniones diversas en estos días.

---

<sup>18</sup> Nos referimos a la comparecencia de la Sra. König en el Parlamento Europeo del pasado 11 de julio de 2017. Puede consultarse en la página web de la Junta Única de Resolución bajo el título «ECON Public Hearing on 2016 SRB Annual Report– Elke König, SRB Chair». También es interesante la lectura de la última comparecencia ante el Comité de Asuntos Económicos y Monetarios de la Presi-

---

denta del Consejo de Supervisión Bancaria del BCE, Sra. Nouy, del pasado 19 de junio de 2017, que puede consultarse en:

[https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2017/html/ssm.sp170619\\_1.en.html](https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2017/html/ssm.sp170619_1.en.html)



## CONCLUSIÓN

El año 2017 parecía ser, a priori, un año tranquilo en términos de resolución bancaria, un año en el que básicamente tendrían continuidad los trabajos ya iniciados en el año anterior. Con la regulación ya aprobada, y los distintos procesos de implementación ya en marcha (aprobación de los planes de resolución, determinación del requerimiento individual de MREL de las entidades y normalización del proceso de aportaciones al Fondo Único de Resolución de los Fondos Nacionales de Resolución), todo parecía encauzado.

Sin embargo, la presentación de propuestas de reforma legislativa en la materia por parte de la Comisión Europea a finales de 2016, la decisión de la Junta Única de Resolución de aplazar la definición final del requerimiento individual de MREL y, por encima de todo, los acontecimientos vividos en España y en Italia a propósito de las dificultades de algunas entidades de crédito, ya citadas en este trabajo, nos han abocado a un año muy distinto al que imaginábamos no hace tantos meses.

Encaramos el final del año con la sensación de que el marco normativo de la resolución bancaria no está tan consolidado como pensábamos y que todavía pueden plantearse muchas novedades, tanto en cuanto a los instrumentos con los que hacer frente a crisis puntuales de entidades bancarias (liquidez) como a la propia existencia de procedimientos especiales de tratamiento de esas situaciones tan alejados de los instrumentos de resolución como de los procesos concursales.

Cabe también que, de la mano de los pronunciamientos judiciales que inevitablemente habrán de seguir al ejercicio de todo tipo de acciones frente a las decisiones adoptadas por las autoridades de resolución (especialmente ante el Tribunal de Justicia de la Unión Europea con relación al caso del Banco Popular), puedan producirse decisiones o consideraciones respecto del desarrollo de los procesos de resolución que puedan provocar nuevos cambios en la regulación vigente o el modo en que se ha interpretado hasta este momento.

En definitiva, el año 2017 ha terminado siendo un año ciertamente relevante desde el punto de vista de la resolución bancaria.





# CONVERGENCIA SUPERVISORA EN LOS MERCADOS DE CAPITALES

**Lourdes Centeno Huerta**

**Socia de Derecho Mercantil, Gobierno Corporativo y Mercados de Capital de EY**

## I. INTRODUCCIÓN

En septiembre de 2015 la Comisión Europea hizo público un Plan de Acción para la creación de un auténtico Mercado Único de Capitales para el conjunto de los veintiocho Estados Miembros, después de que el Presidente Juncker fijase la necesidad de su construcción como una de sus principales prioridades con el objetivo de potenciar las inversiones a largo plazo y reforzar la economía de Europa, que continuaba sumida, ocho años después de su comienzo, en la peor crisis económico-financiera padecida desde 1929. Esta unión, tal como se indicó en el informe de los cinco Presidentes sobre la Unión Económica y Monetaria de junio de 2015, favorecería la convergencia económica y ayudaría a absorber las perturbaciones económicas en la zona del euro, pues incrementaría la inversión procedente tanto de la Unión Europea (UE) como del resto del mundo, mejoraría el vínculo de la financiación con proyectos de inversión en toda la UE y redundaría en una mayor integración financiera y un incremento de la competencia.

Dicho Plan contiene un conjunto de medidas entre las que figura la elaboración y aplicación, en estrecha colaboración con la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés), de una estrategia para el refuerzo de la convergencia en materia de supervisión y la determinación de ámbitos en los que un enfoque más integrado pueda mejorar el funcionamiento del mercado de capitales. En concreto, las res-

puestas a las consultas emprendidas por la Comisión en febrero de 2015 destacaron la importancia de velar por la convergencia en materia de supervisión y una aplicación y ejecución coherentes de la legislación sobre servicios financieros de la UE, tal y como también recogía el citado informe de los cinco Presidentes sobre la Unión Económica y Monetaria, y asimismo, fuera mencionado anteriormente, en el informe del Grupo de Alto Nivel de Supervisión Financiera en la Unión Europea presidido por el ex Director gerente del Fondo Monetario Internacional y exgobernador del Banco de Francia Jacques de Larosière, de 25 de febrero de 2009. Otra coincidencia entre ambos informes fue la de señalar la conveniencia de que fuese ESMA la Autoridad llamada a desempeñar un papel más relevante de cara a reforzar la convergencia en materia de supervisión en lo que respecta a la normativa aplicable a los mercados de capitales y la información de mercado, así como a velar por una aplicación coherente en toda la UE del código normativo único.

Este pretendido refuerzo de la convergencia supervisora se incardina también en el marco de las medidas adoptadas para prevenir la probabilidad de ocurrencia de otras crisis como la última, de cuyos inicios se cumplen ahora diez años, y que puso de manifiesto deficiencias en la regulación y en la supervisión (los reguladores y supervisores no fueron capaces de identificar suficientemente los elementos de riesgo que acabaron desencadenando la crisis: entorno de reducidos tipos de interés y abundante liquidez,



modelos de negocio basados en productos excesivamente complejos y faltos de transparencia, concentración de riesgos en agentes financieros al margen de la regulación prudencial, sistemas de remuneraciones e incentivos basados en el corto plazo, entre otros), así como en los mecanismos de gestión y resolución de crisis; deficiencias que se han pretendido abordar con actuaciones en diversos ámbitos, adoptadas en un plazo que cabría calificar excepcionalmente breve, especialmente si se considera la complejidad y magnitud de una crisis que ha afectado con notable intensidad a numerosos mercados e instituciones financieras de muy variadas áreas geográficas, y la necesidad de coordinación en las actuaciones de diferentes autoridades y organismos, tanto nacionales como internacionales, para hacer frente a sus efectos.

En efecto, los análisis llevados a cabo a nivel internacional identificaron dos tipos fundamentales de debilidades. Por una parte, aquellas relacionadas con la supervisión macroprudencial, que pusieron de manifiesto la necesidad de elevar el grado de seguimiento y evaluación de los riesgos de carácter global (riesgos o exposiciones comunes a los que el conjunto de entidades están expuestas o que afectan, en particular, a determinadas entidades o partes del sistema financiero susceptibles de desencadenar efectos de contagio o retroalimentación), y de acelerar, en su caso, la adopción de medidas concretas. Por otra parte, la crisis iniciada en 2007 también evidenció una severa fragmentación del marco supervisor en el ámbito microprudencial, como consecuencia de la ausencia en algunos supervisores, o, al menos, la existencia de importantes diferencias entre los mismos en cuanto a medios y recursos (humanos, económicos, herramientas y facultades) necesarios para acometer adecuadamente sus funciones y responsabilidades; a lo que se unía la falta de una cooperación suficiente entre supervisores en relación con las dificultades de las entidades financieras bajo su supervisión, con el consiguiente efecto de pérdida de confianza, y la coexistencia de diferentes prácticas supervisoras determinada por la propia diversidad de las normas nacionales (resultante de las ambigüedades y

opciones habilitadas por las Directivas e incluso por los Reglamentos europeos) y las distintas interpretaciones de las Autoridades competentes, que suponían fuertes incentivos para el arbitraje regulatorio.

El principal objetivo de la supervisión, tal como se recoge en el informe Larosière, es asegurar una adecuada implementación de las reglas aplicables al sector financiero, con el fin de preservar la estabilidad financiera y la confianza en el sistema financiero en su conjunto, así como una suficiente protección de los consumidores de servicios financieros. Evitar el arbitraje regulatorio resulta de vital importancia para el mercado único europeo, construido sobre la base de los principios de fomento de la competencia en condiciones equitativas en todo el territorio de la Unión Europea, libertad de establecimiento y libre circulación de capitales. Pero también es fundamental, en particular, para los participantes en los mercados, y para generar una óptima cooperación entre supervisores y entidades e instituciones financieras.

En este contexto, nacen en 2011, sobre la base de los comités de nivel 3 anteriores (CEBS; CESR y CEIOPS), las Agencias Europeas de Supervisión (la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Valores y Mercados y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación) que, con la Junta Europea de Riesgo Sistémico, el Comité Mixto y los supervisores nacionales, integran el Sistema Europeo de Supervisión Financiera (ESFS, por sus siglas en inglés). Esta reforma del marco supervisor se orientaba a reforzar significativamente la cooperación, estandarización e intercambio de información entre supervisores, de modo que, si bien los supervisores nacionales continuarían asumiendo y responsabilizándose de la supervisión *day-to-day* de las entidades bajo su ámbito de competencia (sin perjuicio del régimen específico de supervisión de las entidades de crédito, el Mecanismo Único de Supervisión, que se pondría en marcha en noviembre de 2014), correspondería a las nuevas Autoridades europeas (con poderes reforzados respecto de sus comités predecesores) coordinar la aplicación de estándares comunes de supervisión de elevada calidad y garantizar una coopera-





ción reforzada entre los supervisores nacionales. En definitiva, se creaban con el objetivo último de construir una cultura de supervisión común para el conjunto del sector financiero europeo, dirigida a asegurar la aplicación de la normativa europea, garantizar unas reglas de actuación equivalentes y prevenir el arbitraje regulatorio y supervisor, así como preservar un nivel de protección similar para todos los consumidores de servicios financieros de la Unión Europea.

A través del Comité Mixto, las tres Agencias europeas coordinan sus actividades de supervisión en el ámbito de sus respectivas responsabilidades y garantizan o, al menos, procuran (con las dificultades que genera la diferente naturaleza de sus responsabilidades y tipología de entidades bajo su ámbito de competencia), la coherencia de sus prácticas. En particular, el Comité Mixto centra su trabajo en ámbitos del análisis microprudencial asociado a los desarrollos intersectoriales, los riesgos y las vulnerabilidades para la estabilidad financiera, los productos de inversión minorista, la supervisión de los conglomerados financieros, la contabilidad y la auditoría y las medidas de lucha contra el blanqueo de capitales.

Los artículos 8 y 9 de los Reglamentos de creación de las tres Autoridades Europeas de Supervisión (AES) establecen de forma idéntica para cada una de ellas sus funciones, que pueden sistematizarse como sigue:

a) Desempeñan importantes *funciones de naturaleza regulatoria*. En primer lugar, a través de su participación clave en la aprobación de normas técnicas de regulación (artículo 10 de los Reglamentos) con el fin de garantizar la armonización y aplicación coherente en los ámbitos previstos en los actos legislativos mencionados en el artículo 1, apartado 2 de cada Reglamento, y normas técnicas de ejecución (artículo 15 de los Reglamentos) en los sectores estipulados específicamente en los citados actos legislativos. Pero también a través de otros instrumentos, como son las Directrices y Recomendaciones (artículo 16 de los Reglamen-

tos AES) dirigidas a las Autoridades Supervisoras competentes o a las entidades bajo el ámbito de competencia de aquéllas, con objeto de establecer prácticas de supervisión coherentes, eficaces y efectivas y de garantizar la aplicación común, uniforme y coherente del Derecho de la Unión.

La estrecha relación entre «Regulación» y «Supervisión», tal como ponen de manifiesto estas funciones atribuidas a las tres AES, y la necesidad, evidenciada por la crisis de estos últimos años, de hacer descansar un sólido marco normativo prudencial y de conducta sobre un fuerte y robusto régimen de supervisión, así como de reforzar la coordinación entre reguladores y supervisores (cuya contribución al proceso normativo es especialmente valiosa por la cercanía al sistema financiero y sus participantes que se deriva de sus funciones) es destacada, una vez más, por el literal del apartado 1b) del artículo 8 de los Reglamentos, que encomienda a las tres Autoridades «*contribuir a la aplicación coherente de los actos jurídicamente vinculantes de la Unión, en particular contribuyendo a la instauración de una cultura de supervisión común, velando por la aplicación coherente, eficaz y efectiva de los actos mencionados en el artículo 1, apartado 2, evitando el arbitraje reglamentario....*»

- b) Es esencial el rol que están llamadas a desempeñar en la *armonización de las prácticas supervisoras* en los Estados Miembros, de capital importancia, tal como se expresó anteriormente, para la generación de confianza en los participantes en los mercados financieros y la mejora del funcionamiento del mercado de capitales; así como en el impulso de las relaciones de cooperación entre las autoridades nacionales, resolviendo, incluso, diferencias entre ellas en situaciones transfronterizas.
- c) Se les atribuye una función de *vigilancia sobre la actuación de los supervisores nacionales*, con capacidad de denunciar infracciones al Derecho de la Unión Europea.



- d) Una función de *seguimiento y análisis* de los ámbitos en los que actúan, proporcionando a otras Autoridades e Instituciones –en particular, la Junta Única de Resolución– el apoyo técnico que precisan.

Normas especiales posteriores han ido atribuyendo a las tres Autoridades nuevas competencias, como ha sido el caso de ESMA, a la que se ha encomendado, desde julio de 2011, la supervisión directa de las agencias de calificación y la de los registros de operaciones (o centrales de almacenamiento de datos de transacciones) desde enero de 2013, sin que resulten descartables, a medida que vaya haciéndose más profundo e integrado el mercado europeo de capitales, nuevas incorporaciones. Debe así destacarse, en ese sentido, con respecto a las Entidades de Contrapartida Central (ECC) establecidas en la UE y las de terceros países con actividad en territorio europeo, la reciente propuesta de la Comisión Europea, hecha pública el pasado mes de junio (propuesta de modificación del Reglamento (UE) nº 1095/2010, por el que se crea la Autoridad Europea de Valores y Mercados, y del Reglamento (UE) nº 648/2012, en lo que respecta a los procedimientos de autorización de ECC, autoridades que participan en las mismas y los requisitos para el reconocimiento de las ECC de terceros países), a la luz de la creciente complejidad, tamaño y dimensión transfronteriza de la compensación en Europa (que convierte a las ECC de un número reducido de Estados Miembros de la UE en una parte significativa y sistémica del sistema financiero europeo) y a nivel mundial, y de la necesidad de reforzar la convergencia como consecuencia de la divergencia apreciada de prácticas supervisoras, que favorece el arbitraje regulatorio y supervisor para estas e, indirectamente, para sus clientes o miembros compensadores.

Es relevante señalar que los análisis iniciales tras la crisis, tanto a nivel internacional como europeo, pusieron gran énfasis en la problemática de la solvencia de las entidades de crédito. Esto fue una consecuencia natural de la sucesión de crisis de entidades individuales que generaron un gran impacto en el sistema. Por ello, gran parte de las primeras medidas regulatorias (en

concreto, el conjunto de reformas elaborado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, cuya adaptación a la UE propició la cuarta versión de la Directiva de Requisitos de Capital) se centraron en procurar un incremento de la salud financiera de las entidades individualmente consideradas. Adicionalmente, los acontecimientos de desarrollo de la crisis generaron una ligazón perversa entre la solvencia de las entidades de crédito de cada Estado miembro de la UE y la fortaleza financiera percibida de los propios Estados. La necesidad de quebrar esta ligazón, junto con la toma de conciencia de la necesidad de lograr una supervisión prudencial común susceptible de generar confianza a los participantes en los mercados y al público en general, fue la causa del impulso de la Unión Bancaria con la creación del ya mencionado Mecanismo Único de Supervisión en 2014.

La instauración de ese sistema común europeo de supervisión bancaria deja atrás, en el ámbito estrictamente prudencial, la idea o la necesidad de convergencia supervisoras, ya que la supervisión única es esperable que elimine cualquier sesgo local. Sin embargo, el área de conducta (por contraposición a la de solvencia) experimenta una necesidad aún más acuciante de convergencia supervisoras por su propia trascendencia para la protección del inversor, así como por coherencia con la integración supervisoras prudencial.

Adicionalmente, todo aquello relacionado con la conducta y los mercados es lo que, en particular, está actualmente ocupando los análisis y las preocupaciones de los organismos internacionales (G20, FSB...), una vez que el área de solvencia dispone de nueva regulación ya implementada o cuasi-implementada, y a pesar de que algunas problemáticas relacionadas con los mercados (como los derivados OTC) fueron afrontadas desde los inicios de la reacción regulatoria y supervisoras ante la crisis.

El modelo de supervisión europeo es, por el momento, sectorial (un supervisor por cada subsector financiero), pero no cabe duda de que el área de valores es la que ha avanzado en mayor



medida en materia de conducta.. Por ello, los apartados que siguen se centran básicamente en la convergencia supervisora desarrollada por ESMA, al ser el caso más significativo.

## II. DE LA REGULACIÓN A LA CONVERGENCIA SUPERVISORA

Los cinco años de existencia de las tres AES han estado caracterizados por su intensa y frenética actividad regulatoria, básicamente, de asesoramiento a la Comisión Europea para el desarrollo y aplicación de las Directivas y Reglamentos que han tenido que aprobarse para poder hacer frente a las deficiencias en el marco normativo europeo que evidenció la crisis iniciada en 2007. En particular, durante 2015 y 2016 la Junta de Supervisores de ESMA aprobó hasta treinta y cuatro propuestas de normas técnicas de regulación, catorce normas técnicas de ejecución y siete guías o directrices (imprescindibles para poder aplicar estas nuevas normas)<sup>1</sup>. Tras ser en gran parte impulsada y, en determinados sectores materiales, completada la revisión acometida para dotar al ordenamiento europeo de las normas necesarias (el código normativo único europeo) para asegurar adecuadamente la protección de los depositantes, inversores y consumidores de servicios financieros (incluidos asegurados y beneficiarios de pensiones), la estabilidad financiera y la sostenibilidad del crecimiento económico, las AES son conscientes de la necesidad, en esta nueva etapa, de concentrar sus esfuerzos y recursos en asegurar una aplicación adecuada, coherente y armonizada del nuevo marco nor-

mativo vinculante, promoviendo, tal como establecen los artículos 8.1.b) y 29 de los Reglamentos de creación de aquéllas, «una cultura de supervisión común»; en definitiva, la convergencia de las prácticas de supervisión, necesaria para asegurar unas reglas de actuación equivalentes en todos los Estados Miembros de la UE, la estabilidad del sistema financiero, la protección de los inversores y el funcionamiento ordenado de los mercados.

Así, la Estrategia fijada por la Junta de Supervisores de ESMA para el período 2016-2020 expresamente se refiere a la circunstancia de que, siendo necesaria la adopción de un código normativo único («*Single Rulebook*») para el buen funcionamiento del mercado único europeo, no es suficiente. Por ello, procede pasar de una etapa en la que ESMA (al igual que EBA y EIOPA) ha centrado su ámbito de actuación de forma muy significativa en contribuir a la elaboración y desarrollo de ese código normativo único mediante la producción de estándares técnicos y la prestación de asesoramiento sobre proyectos normativos a las instituciones europeas, a incrementar, en los próximos años, la dedicación de los recursos disponibles a promover la implementación y aplicación armonizada de las normas vigentes, en detrimento parcial de la dedicación de aquellos a actividades de naturaleza regulatoria. Como tal, la convergencia en la implementación, supervisión y ejecución de las disposiciones y reglas comunes europeas pasa a convertirse en ESMA, de acuerdo con los objetivos fijados para los próximos cuatro años, a partir de 2016, en el principal eje director de sus actuaciones. Adicionalmente, la cooperación con otras instituciones y, en particular, el Comité Mixto será de vital importancia para asegurar una mejor consistencia entre los distintos subsectores de la actividad financiera.

En la citada Orientación Estratégica se concretaron las líneas directrices que deberían presidir y conducir, durante dicho período, el trabajo de ESMA, así como determinados instrumentos considerados necesarios para alcanzar los objetivos propuestos. Esencialmente, un incremento de los recursos y del nivel de atención dedicado a la con-

---

<sup>1</sup> Entre otras, la 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 (conocida como Directiva MIFID 2); el Reglamento (UE) N° 600/2014, 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; el Reglamento (UE) N° 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado; la Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado....



vergencia supervisora (frente al código normativo único de los años anteriores), una mayor asistencia a las Autoridades Nacionales Competentes (ANC) en la fase inicial o preliminar de cada asunto emergente (ya sea nueva regulación o de cualquier otra índole) sin prescindir de la actividad de revisión posterior y, en su caso, de reparación, la disponibilidad de un más amplio y variado conjunto de herramientas de convergencia supervisora, una mejor estructura de gobernanza que permita asegurar la coherencia de la estrategia en su conjunto, la aprobación de un programa anual de convergencia supervisora y el establecimiento de criterios claros de priorización de acciones. Entre estos últimos deberán figurar el impacto de la efectividad de la supervisión (sobre todos o cada uno de los objetos de la misión de ESMA: protección del inversor, integridad del mercado y estabilidad financiera), el valor añadido de la acción a nivel europeo, el potencial incremento de la eficiencia a través de acciones delegadas, coordinadas o conjuntas, la oportunidad de cambio (ante supuestos de nuevos desarrollos en el mercado, nueva normativa de nivel 1, asuntos vivos que necesitan solución...), la relevancia para las ANC así como la idoneidad de la acción a la vista de los recursos disponibles, herramientas y otras limitaciones.

De acuerdo con lo anterior, y dando cumplimiento a una de las directrices sobre gobernanza incluida en la Estrategia aprobada, la Junta de Supervisores de ESMA acordó, en mayo de 2015, la creación de un nuevo «Standing Committee», en el seno de ESMA, responsable de la Convergencia Supervisora (Supervisory Convergence Standing Committee, SCSC por sus siglas en inglés).

Los «Standing Committees» son grupos de expertos «mixtos», es decir, integrados por personal técnico de ESMA y de las Autoridades nacionales con competencias en la supervisión del mercado de valores, y presididos generalmente por un representante de estas, casi siempre miembro de la Junta de Supervisores, a los que se atribuyen funciones y responsabilidades en relación con concretos ámbitos o sectores bajo la competencia de ESMA (Mercados Secundarios, Postcontratación, Información contable y financiera, Integridad de los Mercados, Protec-

ción de Inversores e Intermediarios Financieros, Innovación Financiera, Transparencia y Folletos...). Son grupos de carácter permanente (frente a, por ejemplo, las *task force*) por razón de la relevancia de la materia objeto de su competencia y, si bien antes, se nutrían de expertos en elaboración de normas, poco a poco van sustituyendo dicha composición por expertos en la aplicación de la mismas, en línea con el nuevo objetivo de reforzar la convergencia supervisora.

En este sentido, resulta relevante destacar que, aun compartiendo las tres AES el mismo objetivo de fomento y promoción de la convergencia supervisora, cada una en su ámbito respectivo de competencias, sin embargo sólo ESMA es la que cuenta con un grupo permanente dedicado específicamente a este objetivo y, con acierto, compuesto de forma mixta en los términos expresados. En efecto, si bien es cierto que la posición de ESMA en el Sistema Europeo de Supervisión Financiera (ESFS), claramente «*suprapartes*» respecto de los supervisores nacionales, la convierte en especialmente idónea para, entre otras actuaciones, dirigir las evaluaciones «inter pares», ordenar requerimientos de información, dirigir estudios temáticos y programas conjuntos de trabajo, elaborar opiniones, guías y recomendaciones, y preguntas y respuestas orientadas a facilitar la interpretación y aplicación de las normas vinculantes, no en vano deberá trabajar para ello en estrecha colaboración con las ANC, ya que el éxito en la consecución del citado objetivo vendrá principalmente condicionado por la firme determinación de las mismas en posibilitar su alcance y por la voluntad de los Estados Miembros de superar sus propios intereses particulares para facilitar esa convergencia.

### III. INSTRUMENTOS DE CONVERGENCIA SUPERVISORA

El nuevo SCSC se constituyó a principios de 2016, a partir del trabajo realizado por su predecesor, el grupo permanente denominado «Review Panel» que, básicamente, se responsabilizaba de coordinar y dirigir las evaluaciones «inter pares»



o «Peer Reviews» de las actividades de las ANC y el seguimiento («Follow-Up») de las recomendaciones formuladas en el caso de deficiencias detectadas en la efectiva aplicación del Derecho de la Unión (incluidas directrices, recomendaciones, normas técnicas de regulación y normas técnicas de ejecución) y en las prácticas de supervisión y su grado de convergencia. Siendo importante esta herramienta, que constituía casi el único ámbito de actuación del citado grupo de trabajo permanente, para fortalecer la convergencia supervisora, no parecía, sin embargo, suficiente para alcanzar el objetivo pretendido en esta nueva etapa iniciada en 2015, de potenciación del rol de ESMA en el fomento de la convergencia en la supervisión. Y por ello se decidió la sustitución de aquél por un nuevo grupo permanente cuya denominación («Convergencia Supervisora»), más amplia que la anterior, se ajustaba con más rigor al nuevo contenido competencial con el que pretendía dotársele. En concreto, tal como recoge el documento («Terms of Reference») de formalización de la constitución del nuevo grupo permanente, de fecha 27 de enero de 2016, el SCSC contribuirá al cumplimiento de la misión de ESMA consistente en construir una cultura de supervisión común y promover la convergencia supervisora y la aplicación consistente del Derecho de la Unión, así como la consistencia y coherencia de procedimientos y enfoques en todos los Estados miembros con el objetivo de lograr resultados similares, mediante las siguientes actuaciones:

- Promoviendo un enfoque supervisor común y consistente y un marco de herramientas de convergencia supervisora susceptibles de utilizarse en todos los ámbitos de competencia de ESMA y, en particular, una metodología para ser empleada en las evaluaciones «inter pares».
- Desarrollando nuevas herramientas e instrumentos para promover la convergencia supervisora.
- Actuando como foro de cooperación entre las ANC con el fin de facilitar el intercambio de estrategias en relación con las accio-

nes de ejecución («enforcement»), acciones correctivas y quejas y reclamaciones, con el objetivo de asegurar resultados coherentes en todos los Estados Miembros de la Unión.

- Actuando coordinadamente con los demás grupos y comités permanentes de ESMA a efectos de identificar y armonizar herramientas e instrumentos de convergencia supervisora susceptibles de ser utilizados transversalmente dentro del conjunto de ESMA y evitar duplicidades.

A continuación, el mismo documento detalla otras funciones y responsabilidades encomendadas al SCSC, específicamente relacionadas con las evaluaciones «inter pares» (el SCSC está llamado a realizar, periódicamente, propuestas de asuntos por materias y/o países para ser evaluados a través de esta herramienta, cuidando de evitar su redundancia con las evaluaciones similares que llevan a cabo otras instituciones como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y IOSCO, así como revisiones de evaluaciones ya realizadas para comprobar las actuaciones impulsadas por las ANC evaluadas a fin de subsanar las deficiencias, en su caso, detectadas; a proponer la redacción de los mandatos a los que estará sujeta la evaluación que dirigirá y coordinará en cada caso un grupo distinto compuesto siempre por personal técnico de ESMA y representantes de las ANC, a ser consultado en relación con el informe final de la evaluación antes de ser elevado, para su aprobación, a la Junta de Supervisores; y a asegurar la coherencia en las metodologías y reglas de procedimiento que deban ser utilizadas en las evaluaciones prescritas normativamente con carácter imperativo y cuya conducción se atribuya a ESMA), asuntos de naturaleza transversal, que, por su propia condición, no resulta adecuado que sean tratados por otros grupos o comités permanentes especializados distintos del SCSC; y, finalmente, con la participación en la elaboración y posterior revisión del Programa de Trabajo de Convergencia Supervisora que anualmente debe aprobar (desde 2016) la Junta de Supervisores de ESMA.





El año 2016 ha representado para ESMA, tal como se colige de los párrafos anteriores, un año de transición caracterizado, de una parte, por completar de forma bastante definitiva, según lo anteriormente destacado, el código normativo único aplicable a los participantes en los mercados financieros europeos y, de otra, por impulsar decididamente su misión atribuida en aras a fomentar y promover la convergencia supervisora, o, como dicta el artículo 29 del Reglamento (UE) N° 1095/2010, por el que se crea la Autoridad Europea de Valores y Mercados, su *«papel activo en la instauración de una cultura de la Unión común y de prácticas coherentes en materia de supervisión»*.

La convergencia en la supervisión o la cultura de supervisión común en los términos del citado precepto normativo no implica, como ha quedado expresado anteriormente, que deba existir ni considerarse únicamente válido un solo enfoque o una sola tipología de procedimiento, sino que lo que pretende es una aplicación efectiva, coherente y armonizada de las mismas disposiciones y reglas y la utilización de enfoques y aproximaciones, en la supervisión, conducentes a la obtención de resultados similares ante riesgos igualmente similares; contribuyendo con ello, sin duda alguna, al mejor funcionamiento del mercado único, en la medida en que facilitará un *«fair play»* y evitará el arbitraje regulatorio y la búsqueda de resquicios o lagunas favorecedores de incumplimientos o de cumplimientos parciales que, por no alcanzar unos suficientes estándares de calidad, deben acabar calificándose como auténticos incumplimientos.

Con ese objetivo, dos actuaciones muy relevantes se llevaron a cabo durante 2016: la aprobación y publicación del primer Programa de Trabajo de Convergencia Supervisora, y la elaboración de un catálogo de acciones y herramientas que pretende constituir el marco instrumental de referencia con el que seguir avanzando en el proceso iniciado de convergencia, y del que se ha dejado constancia en el Programa de Convergencia Supervisora de 2017.

El Programa de Trabajo de Convergencia Supervisora proporciona una orientación y expli-

cación de las acciones que ESMA pretende llevar a cabo cada año para promover una supervisión sólida, eficiente y coherente en la Unión Europea; identifica las áreas prioritarias, el proceso seguido para su identificación –en el que se tiene en cuenta, de manera principal, la evidencia e información suministrada por las ANC, pero también los nuevos desarrollos normativos próximos a entrar en vigor y el entorno de mercado (tendencias, riesgos y debilidades emergentes, expectativas...)– y las contextualiza en el marco del programa anual de trabajo (del que derivan el programa de trabajo regulatorio, el de tecnología informática, el de supervisión directa y el de convergencia supervisora).

En particular, las principales áreas prioritarias recogidas en el Programa de Convergencia Supervisora para el año 2016 fueron: a) anticipar y preparar una correcta aplicación de MIFID II/MIFIR, dada su inminente entrada en vigor (si bien fue postergada, en el transcurso de 2016, hasta enero de 2018) y su impacto significativo sobre inversores, supervisores y participantes en los mercados financieros; b) finalizar la infraestructura tecnológica necesaria para dar soporte a la aplicación y supervisión de MIFIDII/MIFIR y la nueva regulación sobre Abuso de Mercado; c) facilitar la supervisión armonizada de los mercados de derivados OTC y, en particular, de las ECC europeas; d) apoyar el desarrollo del Plan de creación del Mercado de Capitales Único a través de las acciones de convergencia supervisora; e) realizar un estudio temático sobre las responsabilidades del país de origen y del de acogida en los ámbitos de UCITS y AIFMD al objeto de clarificar las respectivas responsabilidades de las ANC y facilitar la utilización del pasaporte en la gestión y comercialización; y f) promover una mayor convergencia en relación con los folletos.

En una línea de continuidad, como parecía razonable prever, con las que fueron las prioridades durante el año 2016, el Programa de Convergencia Supervisora para el año 2017 vuelve a identificar como principales las siguientes:





a) MIFIDII/MIFIR y MAR, incluida la terminación de la infraestructura tecnológica subyacente necesaria para dar soporte a la supervisión correspondiente. En este ámbito cobrará especial importancia la elaboración de guías, preguntas y respuestas, seminarios de formación y de intercambio de experiencias... para facilitar, desde el primer momento de su entrada en vigor, una aplicación y supervisión sólida, eficaz y coherente de la nueva normativa.

b) La mejora de la calidad de los datos en la información que deben proporcionar las ANC en cumplimiento de exigencias normativas, tales como las contenidas en MIFIDII/MIFIR, EMIR, AIFMD, mediante el empleo y perfeccionamiento de determinadas herramientas como son el Mecanismo de Intercambio de Información sobre Transacciones (TREM, por sus siglas en inglés), y proyectos delegados y soluciones tecnológicas mutualizadas que no sólo supondrán ahorro de costes para las ANC, sino que facilitarán una mayor armonización y consistencia en los procesos de recogida de datos y una más elevada calidad en la actividad supervisora. Es el caso de dos proyectos cuya implementación y puesta en funcionamiento concluirá en 2017, denominados «Financial Instruments Reference Data (FIRDS)», que permitirá recabar datos sobre instrumentos financieros para ser almacenados, procesados y publicados por ESMA, recabar información cualitativa y cuantitativa requerida para la realización de los cálculos de transparencia, y gestionar el proceso de comunicación de la suspensión de negociación (y su restauración) de los instrumentos financieros entre ANC y la publicación de información relativa a las suspensiones; y «Access to Trade Repositories Data (TRACE)», que proporciona un punto único de acceso a la información en poder de los registros de operaciones.

c) La adecuada protección del inversor en el contexto de la prestación, cada vez más generalizada, de servicios transfronterizos; condición esencial para la libre prestación de servicios dentro de la Unión Europea y de vital importancia para la construcción de la Unión de Mercados de Capitales. ESMA seguirá insistiendo, con tal objetivo, en su rol de facilitar la cooperación

entre las ANC a fin de garantizar el correcto funcionamiento del marco normativo delimitador de responsabilidades entre la Autoridad /país de origen y la/el de destino, especialmente por lo que atañe al pasaporte en la prestación de servicios, y la supervisión de productos especulativos, tales como los contratos financieros por diferencias (CFDs). Será esencial, en este mismo sentido, el fomento del intercambio de experiencias supervisoras entre las ANC.

d) Las ECC europeas, a la vista de su creciente importancia sistémica como consecuencia de la entrada en vigor de la obligación de compensación para determinadas categorías de derivados y la progresiva extensión de dicha obligación a otras categorías distintas, así como la creciente competencia en el sector. ESMA, a fin de asegurar la supervisión de estas entidades, su robustez y evitar que los incentivos comerciales conduzcan a estas entidades a competir asumiendo excesivos riesgos, está llevando a cabo diferentes actuaciones, tales como el fomento de prácticas y estándares comunes mediante su participación en los distintos colegios supervisores, pruebas de esfuerzo anuales (test de estrés anuales) y la realización de una evaluación «inter pares» anual, en los términos prescritos por el artículo 21(6)(a) del Reglamento EMIR, consistente en un análisis de la efectividad de la supervisión llevada a cabo por las ANC responsables de supervisar, al menos, una ECC.

Adicionalmente, se destacan tres instrumentos como especialmente relevantes para impulsar la convergencia supervisora: los contactos frecuentes entre ANC, a través de la discusión de casos reales suscitados en la supervisión, así como seminarios y grupos de trabajo dirigidos al personal de la ANC; las actuaciones de seguimiento de los incumplimientos o deficiencias detectados, tanto en el ámbito de las guías y recomendaciones cuyo compromiso de cumplimiento tiene que ser manifestado (o, en su caso, motivado el incumplimiento) por las ANC dentro de los dos meses siguientes a la fecha de su aprobación por la Junta de Supervisores, como en el de las evaluaciones «inter pares»; y las acciones de reparación ( casos de infracción del Derecho de la



Unión –artículo 17 del Reglamento (UE) N° 1095/2010– y solución de diferencias entre las autoridades competentes –artículo 19 del Reglamento–), dependiendo del número e intensidad de los casos que se presenten.

Y se detallan, a continuación, como ya hiciera también el Programa de 2016, las actuaciones concretas previstas en cada una de las áreas temáticas entre las que distribuye su trabajo ESMA: Transparencia y Folletos, Información Contable y Financiera, Protección de los Inversores e Intermediarios Financieros, Integridad de los Mercados, Postcontratación, Mercados Secundarios...

Tal como quedó expresado anteriormente, en 2016, constituyendo, precisamente, una de las primeras actuaciones llevadas a cabo por el recién creado SCSC, se impulsó y se acometió la elaboración de un catálogo de herramientas e instrumentos para ser utilizados por ESMA en el desempeño de su función atribuida de promover una cultura de supervisión común. Con ello se daba cumplimiento a otra de las actuaciones comprometidas en el documento de Orientación Estratégica de ESMA para el período 2016 a 2020: *«desarrollar un abanico más amplio de herramientas para llevar a cabo los trabajos de convergencia supervisora»*, teniendo en cuenta que son varios los roles que ESMA puede adoptar cuando actúa con esa función: a) Facilitador, en tanto en cuanto ESMA se encuentra en una posición privilegiada para observar desafíos comunes a todas las NCA y poder ayudarles a hacer frente a los mismos; b) Coordinador, en la medida en que ESMA es capaz de identificar prioridades comunes y áreas en las que una acción conjunta puede resultar beneficiosa y, en caso de resultar adecuado, gestionar el desarrollo y ejecución del trabajo necesario a tal efecto; c) Coach en relación con las ANC que puedan precisar apoyo y asistencia adicional para abordar determinados problemas, asuntos o desafíos; y d) Policía en aquellos casos importantes en los que la falta de convergencia genera un daño para los participantes en el mercado u otros Estados Miembros. Ello así, la elección de la herramienta vendrá en cada caso condicionada por los objetivos perseguidos y el rol desempeñado por ESMA, y la experiencia

que se vaya acumulando en el tiempo facilitará tanto a la Autoridad europea como a las ANC un mejor entendimiento de cuáles deberían ser los mejores instrumentos o herramientas susceptibles de ser utilizados en cada situación específica; lo que hace que el catálogo que fue aprobado por la Junta de Supervisores en 2016 pueda ser, con el tiempo, objeto de cambios y ampliaciones a la vista de dicha experiencia.

El catálogo de referencia enuncia todas las herramientas actualmente disponibles para los grupos y comités permanentes y personal técnico de ESMA cuando deban llevar a cabo actuaciones calificadas de convergencia supervisora e identifica las principales características de cada una de ellas (de las que se desprenden potenciales ventajas y limitaciones), que habrán de ser tenidas en cuenta en el momento de decidir cuál haya de ser utilizada. No determina, sin embargo, qué herramienta concreta deba ser utilizada en cada particular circunstancia ni limita ni restringe la forma en la que deba hacerse uso de la misma, lo cual dependerá de circunstancias tales como el grado o umbral de convergencia que se pretende alcanzar con la acción de convergencia proyectada, el grado de adecuación de la opción a lo establecido en la Estrategia aprobada para el período 2016 a 2020, el estado de madurez o desarrollo en el que se encuentre el asunto de que se trate, tiempo, esfuerzo y recursos requeridos para alcanzar la solución o el resultado pretendidos y el impacto de la herramienta.

Las herramientas disponibles para llevar a cabo la actividad de fomento de la convergencia supervisora han sido categorizadas por ESMA en tres grupos:

- A) Herramientas preparatorias, cuyo objetivo es facilitar la efectiva aplicación de nuevas normas o sus modificaciones o la reacción a nuevos desarrollos en el mercado, así como asegurar la aplicación de estándares comunes de supervisión. En esta primera categoría de herramientas, cuyo empleo incentiva de forma especial la Estrategia aprobada para el período 2016 a 2020 (con el fin de adelantar temporalmente la nece-



saría asistencia a las ANC), se incluyen las de naturaleza interpretativa, tales como las Directrices y Recomendaciones, Opiniones y Preguntas y Respuestas; metodologías, seminarios y formación dirigidos al personal de las Autoridades Supervisoras; bases de datos y herramientas tecnológicas, políticas y procedimientos para el ejercicio de específicas potestades, asistencia técnica...

- B) Herramientas de implementación, previstas para proporcionar entendimiento sobre cómo las normas y reglas o los desarrollos del mercado están siendo supervisados en la práctica y permitir a las ANC que puedan mejorar la eficiencia, efectividad y coherencia de su actividad, presente o futura, y adoptar medidas para solucionar asuntos emergentes. Este grupo incluye herramientas de identificación de asuntos (mesas redondas, encuestas, análisis de datos..), actuaciones de supervisión conjuntas y coordinadas de varias ANC en relación con determinado asunto, estudios temáticos, los acuerdos de delegación previstos en el artículo 28 del Reglamento (UE) N° 1095/2010, instrumentos de información o comunicación (advertencias, decisiones, publicación de casos..) y, en los supuestos normativamente previstos, la actuación de los colegios de supervisores y la intervención coordinada de ESMA (como sucederá en los casos de ejercicio de los poderes de intervención).
- C) Herramientas de evaluación y reparación, previstas para comprobar si la supervisión de las normas y reglas o los desarrollos del mercado están siendo llevados a cabo en línea con las expectativas, y adoptar medidas cuando no resulte así. En esta categoría se incluyen las herramientas utilizadas para evaluar si la supervisión de las ANC es efectiva: seguimiento de la asistencia técnica, evaluaciones «inter pares» y seguimiento de la implementación de las recomendaciones formuladas, mediación vinculante y no vinculante y el procedimiento por infracción del Derecho de la Unión previs-

to en el artículo 17 del Reglamento (UE) N° 1095/2010.

Por la especial relevancia con que se distinguen dentro del conjunto de herramientas de convergencia supervisora, son merecedoras de una especial referencia las Directrices y Recomendaciones (comúnmente referidas en inglés como «*Guidelines*») reguladas en el artículo 16 del Reglamento (UE) N°1095/2010, que, tal como se ha señalado, integran la categoría de las herramientas preparatorias. Pueden tener como destinatarios tanto a las Autoridades nacionales como a los sujetos últimos de la regulación –las entidades financieras o los participantes en el mercado–, que harán todo lo posible para atenerse a las Directrices o Recomendaciones en cuestión, si bien, en este último caso (cuando los destinatarios son las entidades participantes en el mercado), las autoridades nacionales competentes, si confirman, dentro de los dos meses siguientes a la formulación de las Directrices o Recomendaciones, su intención de cumplirlas, serán los garantes de la aplicación de las mismas. En todo caso, sólo serán normas de obligado cumplimiento para los participantes en el mercado, en el caso de ser destinatarios de aquéllas, cuando sean incorporadas al ordenamiento interno mediante el correspondiente instrumento.

Su función es, como dispone el citado precepto reglamentario, «*establecer prácticas de supervisión coherentes, eficaces y efectivas*» entre los supervisores y garantizar la aplicación «*común, uniforme y coherente*» del Derecho de la Unión. Se trata, por tanto, de disposiciones de carácter eminentemente interpretativo y armonizador que pueden proporcionar explicaciones o aclaraciones sobre conceptos normativos importantes (contenidos en las normas de nivel 1 y 2), necesarias para garantizar una supervisión efectiva y coherente, o introducir un procedimiento (de autorización, supervisión o ejecución) que deba ser seguido para entender adecuadamente cumplidas aquellas normas u otro tipo de obligaciones.

Las Directrices o Recomendaciones operan bajo el principio «cumplir o explicar» y, por tanto, las ANC podrán, en los dos meses siguien-



tes a su formulación, comunicar a ESMA su no cumplimiento o su intención de no hacerlo, exponiendo los motivos para ello. La efectividad de este instrumento de convergencia supervisora quedará, en consecuencia, muy condicionada a la circunstancia de haber sido alcanzado, previamente, un nivel relativamente elevado de consenso en torno a la norma subyacente (en el proceso de redacción y aprobación de la misma), cuya interpretación pretende proporcionar la Directriz o Recomendación, o en las discusiones y/o seminarios que se hayan organizado en relación con las prácticas de supervisión afectadas por la Directriz o Recomendación en cuestión. Por la misma razón, no será recomendable su utilización (por la dificultad que entrañará alcanzar el consenso suficiente) cuando sean varios y distintos entre sí los posibles enfoques, aproximaciones o procedimientos para la obtención del resultado pretendido. En efecto, si la finalidad de la herramienta es, como se ha indicado, esencialmente armonizadora, y ninguna fuerza vinculante puede tener para la autoridad competente que manifiesta su intención de no cumplirla, poca efectividad podrá reconocérsele a efectos de servir para promover la convergencia supervisora en aquellos supuestos en los que varias autoridades competentes decidan proceder en ese sentido. Tal fue el caso de las Directrices publicadas el 2 de abril de 2013 en relación con las Ventas en Corto, cuyo incumplimiento fue manifestado, por cinco autoridades competentes. Esta situación planteada está, sin duda, siendo objeto de consideración en el proceso de revisión de la normativa sobre Ventas en Corto, que la Comisión Europea está acometiendo en la actualidad.

En todo caso, lo anterior no es predicable solamente de las Directrices o recomendaciones. En realidad, es una conclusión que puede hacerse extensiva a la mayor parte de las herramientas incluidas en el catálogo vigente y, en general, al conjunto de las actuaciones que ESMA lleve a cabo en su función de promover «una cultura de supervisión común», cuyo éxito dependerá no sólo de su impulso y ejecución por parte de ESMA, a la que se atribuye un papel activo en este ámbito, sino también, en gran parte, de la estrecha coo-

peración desplegada por las ANC y su voluntad de atender a este objetivo, por encima, a veces, si fuere necesario, de sus propios intereses particulares que, en ocasiones, han conducido a la defensa y protección de determinadas prácticas, así como modelos de negocio o industria nacionales en unos términos no alineados con las exigencias de un mercado único de capitales.

#### IV. ÉXITOS Y RESULTADOS ALCANZADOS

Transcurrido un año y medio de la puesta en aplicación de la nueva Estrategia 2016-2020, puede calificarse muy satisfactoriamente el progreso realizado por ESMA, en estrecha colaboración con las ANC, en el ámbito de la convergencia supervisora. Se ha procedido, como ha quedado expuesto, a dar cumplimiento de forma inmediata a dos de los compromisos explicitados en el documento de la Orientación Estratégica, la elaboración y aprobación, en 2016, del primer Programa anual de Convergencia Supervisora, así como del catálogo de herramientas disponibles (más allá de las tradicionales utilizadas hasta la fecha: directrices y recomendaciones, preguntas y respuestas, opiniones o el procedimiento establecido para los casos de infracción del Derecho de la Unión).

Durante este tiempo, se han aprobado numerosas directrices y recomendaciones, así como preguntas y respuestas para facilitar «*ex ante*», tanto a las ANC como a los participantes en el mercado, el entendimiento y la aplicación y supervisión coherente de la nueva normativa, tal como MAR, MIFID II/MIFIR, EMIR, UCITS V o la Directiva de Transparencia. Debe también significarse la participación de ESMA en todos los colegios de supervisores de ECC establecidas en la UE con las facultades enunciadas en el artículo 21 del Reglamento (UE) N° 1095/2010, y en los Estatutos de cada Colegio, lo que ha contribuido de forma muy relevante a la convergencia supervisora en esta área. Finalmente, y, de acuerdo con el compromiso recogido en el documento de Estrategia de ESMA para los próximos cuatro años y lo así también requerido por la propia



Comisión Europea en su Plan de Acción para la creación de un Mercado Único de Capitales, las evaluaciones o revisiones «inter pares temáticas» han constituido una importante herramienta tomada en consideración y efectivamente utilizada para promover la convergencia supervisora entre los Estados Miembros de la UE.

En concreto, en 2016 se completaron tres evaluaciones sobre la aprobación de folletos (cuyas debilidades y evidencias puestas de manifiesto fueron trasladadas a la Comisión Europea para su aprovechamiento en el proceso puesto en marcha de la revisión de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública de adquisición o de admisión a cotización de valores), la aplicación de las reglas de idoneidad contenidas en MIFID I (llegando a la conclusión de que, si bien, en general, las ANC comprenden lo que debe considerarse como asesoramiento en la inversión y regularmente revisan los métodos de distribución y los modelos de negocio de las empresas de servicios de inversión, deben, sin embargo, impulsarse enfoques supervisores más proactivos e incrementarse las actuaciones de ejecución, y sobre ECC (cuyo informe final evidenció bastantes divergencias en los enfoques supervisores seguidos por las ANC responsables de la supervisión de las 17 ECC establecidas en la UE en el momento de iniciarse la evaluación; en particular, en relación con la frecuencia y profundidad de la supervisión sobre ECC de similar tamaño y las exigencias de reservas). En 2017 está previsto que concluyan las evaluaciones ya iniciadas en relación con la aplicación de las Directrices sobre información financiera y sobre la función de cumplimiento regulada en MIFID I, y que puedan dar comienzo, según vayan terminando las anteriores y queden liberados los recursos necesarios, otras relacionadas con la aplicación de determinadas Directrices sobre fondos cotizados y UCITS. En todo caso, tan importantes como han sido y deberán seguir siéndolo estas evaluaciones «inter pares», también lo serán, de acuerdo con lo expresado por la Comisión Europea en su Plan de Acción para la creación de un

mercado único de capitales y recogido también en la Estrategia de ESMA para 2016-2020, los trabajos de seguimiento («*Follow-up*») de las actuaciones y medidas que, en su caso, deban adoptar las ANC evaluadas para subsanar y remediar los incumplimientos o deficiencias identificados.

Sería difícil continuar detallando todas y cada una de las actuaciones impulsadas, de forma especial, durante el último año y medio para avanzar en el proceso de convergencia supervisora. No obstante, sí conviene hacer una especial referencia, por razón de su directo impacto sobre la protección de los inversores y su contribución a preservar el mismo grado de protección con independencia del lugar de origen de la entidad que presta los servicios, al trabajo desarrollado por ESMA desde 2015 con respecto a los contratos financieros por diferencias, las opciones binarias y otros productos especulativos comercializados a inversores minoristas. Destacan, en este ámbito, las preguntas y respuestas publicadas durante el transcurso de 2016 en relación con los sistemas, plataformas y software utilizados por las entidades para la prestación de servicios a los clientes y la coordinación de un grupo integrado por distintas ANC, que ha operado como foro de mutua cooperación entre sus miembros para abordar el problema generado por la indebida comercialización de CFDs, opciones binarias y otros productos especulativos en diversos países europeos. El trabajo realizado por este grupo bajo la coordinación de ESMA sirvió para evidenciar importantes fallos en los procesos de autorización y supervisión de las entidades prestadoras de tales servicios de inversión y determinar reactivamente por parte de la autoridad nacional correspondiente la imposición de sanciones administrativas y la aprobación de circulares regulando y subsanando las deficiencias y debilidades detectadas en el marco del citado ejercicio, con un claro resultado de mejora en términos de supervisión para la autoridad nacional competente, de convergencia para todas y de protección para los inversores.

Las tendencias del mercado, los acontecimientos y orientaciones de índole geopolítica y





económica, la nueva regulación y los riesgos y vulnerabilidades que en cada momento se identifiquen, incluidos los que resulten de los procesos de evaluación «inter pares» y test de estrés, deberán tomarse en consideración para determinar la hoja de ruta de los programas anuales de convergencia supervisora e identificar sus áreas prioritarias, lo que hace muy difícil su anticipación en el tiempo. En efecto, los mercados financieros se encuentran en constante evolución como consecuencia de diversos factores: la aprobación y puesta en aplicación de incesante nueva regulación en los últimos años para hacer frente a las lagunas y debilidades evidenciadas durante la crisis, que favorecerá la integración de aquéllos, operaciones corporativas, el avance en el proceso de globalización, la desintermediación bancaria y las nuevas tecnologías, así como la innovación financiera, entre otros. Todos ellos y los que sucesivamente vayan emergiendo habrán de ser tenidos en cuenta para orientar la supervisión de los mercados por las distintas autoridades nacionales competentes y la actividad de convergencia supervisora que está llamada a promover ESMA, incluso alterando, llegado el caso, por sobrevenir de forma imprevista, el orden inicialmente establecido.

Uno de tales acontecimientos, de efectos aún imprevisibles sobre los mercados, ha sido el anuncio de la salida de Reino Unido de la Unión Europea, ante el cual ESMA ya ha comenzado a reaccionar emitiendo (y haciendo públicas) varias Opiniones sectoriales que afectan a empresas de servicios de inversión, gestoras de fondos e infraestructuras de mercados y otra dirigida a las ANC, que contiene nueve principios generales que deberán ser atendidos para salvaguardar la coherencia y calidad en los procesos de autorización, supervisión y sanción de las entidades, actividades y funciones que pretendan ser relocalizadas en otros Estados Miembros, y evitar así riesgos de arbitraje regulatorio resultante de las distintas prácticas supervisoras. Con este mismo fin está previsto también el establecimiento de un nuevo foro de cooperación entre las 27 ANC restantes, que les permitirá comunicar y discutir casos emergentes de relocalización de participan-

tes en el mercado británico y facilitará la adopción de decisiones coherentes entre todas ellas.

## CONCLUSIONES

La diversidad de supervisores financieros en la Unión Europea, derivada lógicamente de la propia naturaleza de la asociación de 28 países, unida a una actividad financiera transfronteriza cada vez más intensa, hizo percibir, ya en los últimos años del siglo pasado y en los primeros del actual, la necesidad de coordinación de las diferentes autoridades nacionales competentes europeas. El objetivo de esta coordinación era evitar conflictos e interpretaciones diferentes y, en última instancia, el impacto de un sesgo nacional en las decisiones supervisoras. La forma de llevarlo a cabo fue el establecimiento de los denominados Comités de nivel 3 (CESR, CEBS y CEIOPS).

La llegada de la crisis financiera en 2007 supuso la toma de conciencia, a nivel internacional, de la necesidad de una supervisión más intensa y eficaz y de una mayor coordinación entre supervisores. En la Unión Europea esto se tradujo en la percepción de que era conveniente, incluso necesario, establecer formalmente un sistema de supervisión financiera europeo. Este sistema, cuyo origen se remonta a 2011, se centró en dos planos: el macroprudencial o de seguimiento y evaluación de riesgos sistémicos o potencialmente sistémicos y el microprudencial (o microeconómico) basado en la supervisión de las entidades y los agentes del mercado individualmente considerados.

El plano macroprudencial fue asignado a una nueva autoridad denominada Junta Europea de Riesgo Sistémico, de la que forman parte las autoridades supervisoras europeas y nacionales, y cuya misión principal es analizar la formación de riesgos con el potencial de afectar al sistema financiero y, en su caso, emitir alertas y recomendaciones.

El plano microprudencial (o microeconómico) fue asignado a tres nuevas autoridades supervisoras europeas (ESMA, EBA y EIOPA, respectivamente encargadas de valores, banca y seguros), en





cuyos órganos de decisión se incluyó a las autoridades nacionales competentes.

Estas nuevas autoridades nacieron con el mandato, entre otros aspectos, de promover al máximo nivel posible tanto la conformación de un único conjunto de normas (especialmente a través de los desarrollos finales de la significativa cantidad de nueva regulación producida como consecuencia de los análisis tras la crisis) como la aplicación convergente de las mismas, en lo que se denominó convergencia supervisora.

Obviamente, el lograr este conjunto único de normas ha sido la primera tarea, bastante ingente, de estas autoridades. Y, por tanto, la persecución de la convergencia supervisora de forma más intensa ha comenzado a acometerse más recientemente.

En el sector bancario, los acontecimientos derivados de la crisis financiera llevaron a una integración total en la zona euro de la supervisión prudencial, por lo que en este ámbito la convergencia supervisora es ya una idea superada.

Es en el área de conducta en la que existe una necesidad de seguir avanzando en la convergencia en la supervisión, siendo ESMA la autoridad que más atención parece estar prestando a esta problemática; entre otras razones, porque la normativa de protección del consumidor en materia de valores es más avanzada que en el caso de banca y seguros, y porque en el área de valores se han podido concentrar recursos y medios en ese ámbito al no concurrir las preocupaciones prudenciales que han estado presentes en los otros dos subsectores de la actividad financiera.

Ello así, una vez instaurada la Unión Bancaria y con una experiencia acumulada de seis años en el modelo supervisor europeo, ha seguido abierto hasta el presente el debate relacionado con la conveniencia o no de transitar a un *twin-peaks* que permitiera facilitar la aplicación consistente y armonizada de las normas de conducta para los tres sectores de la actividad financiera. Sin embargo, probablemente, en razón de las dificultades que entrañaría el alejamiento del centro o autoridad única supervisora respecto del inversor minorista en términos de identificación de riesgos y protección

efectiva del mismo, no es esa la dirección que parece pretender la Comisión Europea, que acaba de hacer pública una propuesta de Directiva de revisión de diversas normas europeas, entre ellas, los Reglamentos de las tres Autoridades Europeas de Supervisión financiera. Subsisten, con arreglo a la misma, las tres AES; si bien se refuerzan los recursos y herramientas de supervisión y sanción puestas a su disposición (con importantes novedades en cuanto a capacidad para recabar información de las entidades participantes en los mercados cuando las ANC no facilitan la misma oportunamente, e imposición de multas), y se introducen modificaciones en su régimen de financiación y de gobierno y toma de decisiones; en aras, todo ello, a facilitar el adecuado y mejor cumplimiento de sus funciones en los ámbitos de la convergencia supervisora y de la identificación de riesgos para la estabilidad financiera.

Se aumentan, asimismo, con la citada propuesta normativa las competencias de directa supervisión de ESMA, en ámbitos como los fondos de capital riesgo, fondos de emprendimiento social y fondos de inversión a largo plazo europeos, folletos (especialmente, los que implican una dimensión transfronteriza, un elevado nivel de complejidad técnica o potenciales riesgos de arbitraje regulatorio), y proveedores de servicios de suministro de datos, con vistas a prevenir los perjuicios que pudieran derivarse para una adecuada protección del inversor, de la fragmentación de los regímenes de autorización y supervisión; así como optimizar economías de escala y mejorar la calidad de los datos recabados y su nivel de utilización y aprovechamiento.

Sin duda, constituyen todas estas nuevas medidas, diez años después del inicio de la crisis financiera y del establecimiento del nuevo sistema europeo de supervisión financiera, un nuevo paso adelante y determinante para completar la Unión de los Mercados de Capitales, para la que es fundamental la convergencia supervisora, en tanto en cuanto desempeña un papel fundamental en la integración del mercado y la creación de oportunidades tanto para las entidades participantes en los mercados como para los inversores.





## PAPELES DE LA FUNDACIÓN

- Nº 1 Estudio para la mejora del Gobierno Corporativo, la Transparencia Informativa y los Conflictos de Interés.
- Nº 2 Guía de Principios de Buen Gobierno Corporativo, Transparencia Informativa y Conflictos de Interés en las Sociedades Cotizadas.
- Nº 3 Estudio sobre los efectos de la aplicación de las Normas Contables del IASB a los sectores cotizados de la Bolsa Española.
- Nº 4 Buen Gobierno, Transparencia y Ética en el sector público.
- Nº 5 Estudio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2 vols.):
  - Resumen del estudio en Español
  - Resumen del estudio en Inglés
- Nº 6 Guía de Buenas Prácticas para el desarrollo de la Junta General de accionistas de Sociedades Cotizadas.
- Nº 7 Observatorio de Gobierno Corporativo de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2003.
- Nº 8 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades del Ibez-35 de la Bolsa Española IEI-FEF.
- Nº 9 Pensiones y Ahorro a largo plazo: un viejo problema en busca de nuevas soluciones.
- Nº 10 El ciclo del Capital Riesgo en Europa: su gestión y aportación de valor.
- Nº 11 España y las nuevas Perspectivas Financieras de la Unión Europea 2007-2013: Nuevos condicionantes, nuevos objetivos, nuevas estrategias.
- Nº 12 Diversidad de Género en los Consejos de Administración de las Sociedades Cotizadas y Cajas de Ahorros españolas.
- Nº 13 España y la nueva arquitectura económica y financiera internacional. El desafío del G-8.
- Nº 14 Observatorio de Gobierno Corporativos de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2004.
- Nº 15 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades de la Bolsa Española IEI-FEF.
- Nº 16 La Responsabilidad Corporativa: una propuesta para un entorno empresarial más eficiente y socialmente comprometido.
- Nº 17 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2006).
- Nº 18 Las Cajas de Ahorros: Modelo de Negocio, Estructura de la Propiedad y su Gobierno Corporativo.
- Nº 19 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español 2006.
- Nº 20 Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional (2007).
- Nº 21 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2007).
- Nº 22 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2007.
- Nº 23 El Papel de las Instituciones Públicas en las Operaciones de Control Corporativo Nacionales y Transnacionales.
- Nº 24 Instrumentos Financieros para la Jubilación.
- Nº 25 Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional (2008).
- Nº 26 La Filantropía: tendencias y perspectivas. Homenaje a Rodrigo Uría Meruéndano.
- Nº 27 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2008).
- Nº 28 El sistema bancario español ante el nuevo entorno financiero.
- Nº 29 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2008.
- Nº 30 Situación actual y perspectivas de las Instituciones de Inversión Colectiva.
- Nº 31 Observatorio de la Economía Internacional (2009).



- Nº 32 Observatorio de Gobierno Corporativo (2009).
- Nº 33 La Ley Concursal y su aplicación.
- Nº 34 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2009).
- Nº 35 Estudio sobre el Sector Asegurador en España.
- Nº 36 Nuevos Enfoques para Viejos Riesgos Financieros.
- Nº 37 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2010).
- Nº 38 Estudio sobre el Sector Asegurador en España 2010. Los pilares cualitativos de Solvencia II.
- Nº 39 El Ahorro Familiar en España.
- Nº 40 Observatorio de Gobierno Corporativo, 2010.
- Nº 41 Los Nuevos Mercados Energéticos.
- Nº 42 Mecanismos de prevención y Gestión de futuras crisis bancarias.
- Nº 43 Las Economías emergentes y el reequilibrio global: retos y oportunidades para España.
- Nº 44 La crisis en Europa: ¿un problema de deuda soberana o una crisis del Euro?
- Nº 45 Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación.
- Nº 46 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2012).
- Nº 47 Desapalancamiento y crecimiento en España.
- Nº 48 El sector Asegurador ante las transformaciones del Estado del bienestar.
- Nº 49 La arquitectura Institucional de la refundación del euro.
- Nº 50 España: crecer en la nueva economía global.
- Nº 51. Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2013).
- Nº 52. Nuevos desafíos del sector financiero: recuperando la confianza y mejorando la cultura financiera.
- Nº 53. La Regulación Financiera: ¿Solución o problema?
- Nº 54. Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2015).
- Nº 55. Acabar con el paro ¿Queremos? ¿Podremos? Una propuesta analítica sobre la ocupación y el empleo en España.
- Nº 56. Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2016).
- Nº 57. Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2017).



**ENTIDADES PATRONO**  
de la Fundación de Estudios Financieros

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

