

IEAF | FEF

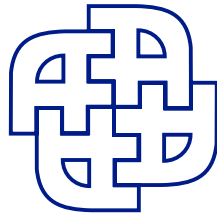
INSTITUTO ESPAÑOL DE
ANALISTAS FINANCIEROS

FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

OBSERVATORIO SOBRE LA REFORMA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EUROPEOS (2018)

PAPELES DE LA FUNDACIÓN

N.º58



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

OBSERVATORIO SOBRE LA REFORMA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EUROPEOS (2018)

Directores

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

Coordinadores

**Sara Gutiérrez Campiño
Gloria Hernández Aler
Alfredo Jiménez Fernández
Juan Pérez Calot
María Dolores Pescador
Ignacio Santillán**

**PAPELES DE LA FUNDACIÓN
N.º58**

ISBN: 978-84-697-9228-5

Depósito legal: M-9635-2019

Edita: Fundación de estudios financieros

Imprime: Reimpventa S.L.



ÍNDICE

EQUIPO DE TRABAJO _____	5
PRESENTACIÓN _____	7
INFORME Y CONCLUSIONES DEL OBSERVATORIO _____	9
RELACIÓN DE TRABAJOS APORTADOS AL OBSERVATORIO	
1. Módulo Mercados secundarios de instrumentos financieros. <i>Coordinado por Ignacio Santillán, Director General del FOGAIN</i> _____	37
2. Módulo de Protección del Inversor. <i>Coordinado por María Dolores Pescador CEO & Co-Founder de RegTech Solutions</i> _____	61
3. Módulo Gobierno Corporativo. <i>Coordinado por Juan Pérez Calot, Senior Advisor finReg 360</i> _____	85
4. El efecto del Brexit sobre la Unión del Mercado de Capitales en Europa. <i>Francisco Uría, Socio responsable del sector financiero en KPMG EMA</i> _____	113
PAPELES DE LA FUNDACIÓN _____	125
ENTIDADES PATRONO DE LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS ____	127



EQUIPO DE TRABAJO

DIRECTORES

Ramiro Martínez-Pardo del Valle

Presidente de Solventis SGIIC, Vicepresidente del IEAF

Francisco Javier Zapata Cirugeda

Secretario General de Emisores Españoles

COORDINADORES

Sara Gutiérrez Campiña

Socia de finReg360

Gloria Hernández Aler

Socia finReg 360

Alfredo Jiménez Fernández

Director de Análisis y Estudio, FEF

Juan Pérez Calot

Senior Advisor de finReg 360

María Dolores Pescador

CEO & Co-Founder RegTech Solutions

Ignacio Santillán

Director General de FOGAIN

COLABORADORES Y GRUPO DE CONSULTA

Rafael Bunzl Csonka

Director General, Grupo CIMD

Lourdes Centeno Huerta

Socia responsable de Derecho Societario, Gobierno Corporativo y Mercado de Capitales en Ernst & Young Abogados, S.L.P.



Víctor Colino Blasco

Grupo SANTANDER

Santiago Domingo

Gestor de renta variable SOLVENTIS

Domingo García Coto

Director del Servicio de Estudios, BME

Eva María González Díez

Directora de la Asesoría Jurídica del Grupo Mutua Madrileña

Raúl Navarro Lozano

Técnico Departamento Mercados Secundarios, CNMV

Alfredo Oñoro Carrascal

Director de Cumplimiento Normativo, CECABANK

Georgina Sierra

Directora de Inversiones, SOLVENTIS

Francisco Uría Fernández

Socio responsable del sector financiero en KPMG EMA y socio principal de KPMG Abogados,

Adolfo Ximénez de Embún

Chief Operating Officer, ALANTRA



PRESENTACIÓN

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

El último año ha sido algo decepcionante en Europa y nada parecido al optimismo que se proyectaba el año anterior. Entonces parecía que la recuperación económica había fortalecido el proyecto europeo y se había recuperado la ilusión y la confianza. Esperábamos así poder adentrarnos en una nueva etapa, menos centrada en solucionar los problemas heredados y más abierta al exterior, a encarar los retos de la globalización y la digitalización.

¿Qué ha fallado? ¿Por qué ahora no somos tan optimistas? No es fácil responder a estas preguntas. Quizá, 2018 ha sido el año en el que ha habido un retroceso hacia lo nacional, hacia lo local, frente a la alternativa de seguir avanzando en el proyecto común europeo. La coyuntura económica europea sigue siendo débil con datos que apuntan a una ralentización económica en algunos países significativos, en donde la incertidumbre sobre cuál será la solución final del Brexit, unida a tensiones sociales que han aparecido en algu-

nos países como Francia, o el retroceso del comercio internacional, siguen pesando en exceso.

En esta edición -la undécima- del Observatorio hemos decidido darle un enfoque mucho más práctico al tratar de reflexionar y valorar cómo están afectando las numerosas normas financieras europeas a la industria, al modelo de negocio y a los mercados financieros. Para ello se han creado 3 grupos de trabajo que desarrollan los siguientes módulos:

- 1) Módulo Mercados secundarios de instrumentos financieros, coordinado por Ignacio Santillán, FOGAIN.
- 2) Módulo de Protección del Inversor, coordinado por María Dolores Pescador, RegTech Solutions.
- 3) Módulo Gobierno Corporativo, coordinado por Juan Pérez Calot, finReg 360.

Por último, se incorpora un artículo sobre el efecto del Brexit en el proyecto europeo de la Unión del Mercado de Capitales que ha elaborado Francisco Uría, KPMG.

Adicionalmente, el estudio contiene un capítulo inicial de Informe y Conclusiones que resume las posiciones sostenidas por los colaboradores de esta edición, 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 módulos y 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



RESUMEN Y CONCLUSIONES

1. EL OBSERVATORIO

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

En las últimas ediciones se han destacado en este capítulo de introducción, al objeto de enmarcar el contexto en el que se ha desarrollado el trabajo, algunas de las dificultades -sociales, económicas y políticas- a las que el proyecto europeo se ha venido enfrentado en los últimos años. La aparición de movimientos fuertemente euroescépticos, el incremento de los temores sobre la seguridad europea, los procesos migratorios y las tensiones que se han producido en las fronteras exteriores de la UE, la retirada de ayudas no convencionales de la Reserva Federal estadounidense y del Banco Central Europeo (BCE), la ralentización de la economía china, las anunciadas políticas de estímulo fiscal del presidente de los Estados Unidos o el ya iniciado aumento de las tasas de interés, son algunas de las más señaladas circunstancias que han condicionado los avances hacia la construcción de un

mercado integrado europeo en los últimos tiempos.

En esta ocasión, ya iniciado 2019, la coyuntura que se presenta sigue siendo compleja; (i) las noticias sobre una previsible desaceleración económica global y europea (Italia afronta una disminución de su PIB y Alemania ha reducido notablemente su crecimiento, si bien en España se mantiene), (ii) el *Brexit*, cuyo final no termina de esclarecerse a pesar de la proximidad de la fecha señalada para su ejecución definitiva, (iii) las tensiones sociales en Francia que están afectando al consumo, (iv) las imprevisibles consecuencias para la UE de la guerra comercial entre Estados Unidos y China, (v) la convergencia económica en la eurozona que avanza muy lentamente a pesar de los más de cinco años -los últimos- de crecimiento ininterrumpido¹, y en fin, (vi) las tensiones políticas y el complicado entorno geopolítico, hacen que los mercados mantengan la incertidumbre sostenida que ha estado presente en los últimos años.

¹ No obstante, el crecimiento ha sido inferior al de otras zonas económicas. Recientemente Mario Draghi, Presidente del BCE advertía de que a pesar de que la eurozona acumula 23 trimestres seguidos de expansión y que el desempleo se encuentra por debajo del 8% por primera vez en una década, en este tiempo la economía solo ha crecido algo más del 10%, por debajo de otros actores globales como China o Estados Unidos.



Todas estas situaciones -las que se arrastran desde años anteriores, aún no dilucidadas y con efectos renovados, por un lado, y las nuevas, de consecuencias aún poco previsibles por otro-, inciden de manera significativa sobre el proyecto europeo y tienen efectos destacados y no deseados sobre el desarrollo, la creación de empleo, los flujos de capital transfronterizos, la confianza de los inversores y, en definitiva, dificultan la reducción de la fragmentación de los mercados de capitales de la UE.

Recientemente, el Ministro alemán de economía y energía, Peter Altmaier, señalaba en una entrevista concedida a *El País*, *La Repubblica* y *Le Figaro*: «*Me preocupa cada vez más la situación de Europa; no avanzamos en la integración*»².

En este entorno de incertidumbre y ralentización de los avances, la regulación tampoco ha ofrecido grandes progresos. Así, por ejemplo, la que ha sido la gran estrella del proceso de integración en años anteriores, la Unión Bancaria, no ha culminado, como tantas voces reclaman -este Observatorio también-, en la creación de un sistema de garantía de depósitos potente, con respaldo común y mutualizado³.

Tampoco el proyecto de Unión del Mercado de Capitales (UMC), de cuyo plan de acción se cumplen ahora cuatro años, ha avanzado suficientemente. Sus objetivos se siguen planteando en un horizonte de largo plazo.

La Asociación de Mercados Financieros de Europa (AFME) en un trabajo conjunto con

nueve organizaciones internacionales y asociaciones sectoriales con intereses en los mercados de capitales europeos y globales publicó, el 24 de septiembre de 2018, un informe de seguimiento del progreso de la unión de los mercados de capitales mediante siete indicadores clave de rendimiento (KPI)⁴. Su director ejecutivo Simon Lewis afirmó en la nota de prensa de presentación del trabajo:

Tres años después del lanzamiento del Plan de acción de la unión de los mercados de capitales, y con el final de la Comisión Juncker a la vuelta de la esquina... Nuestros resultados muestran que la UMC será un proyecto a largo plazo: no se trata de lograr los objetivos a corto plazo, sino de garantizar que este importante proyecto sea adecuado para su finalidad.

Y se añade en el resumen de los resultados clave del informe de AFME respecto al indicador de mercado financiero: «*Las sociedades europeas siguen dependiendo demasiado de los préstamos bancarios*»⁵: el 86 % de su nueva financiación en 2017 procede de los bancos y solo el 14 % de los mercados de capitales», lo que denota el largo camino que aún queda por recorrer.

Y en lo que se refiere a la integración, el informe señala: «*Nuestros indicadores muestran una mayor actividad intracomunitaria entre los Estados miembros de la UE en capital privado, transacciones de fusiones y adquisiciones, emisión de deuda y sociedades de cartera transfronterizas de activos de cartera. Sin embargo, la integración intracomunitaria permanece por debajo de los niveles previos a la crisis*»⁶, lo cual sugiere que se necesita un mayor progreso hacia un mercado de capitales totalmente integrado».

² *El País*, 13 de diciembre de 2018; página 5.

³ El Gobernador del Banco de España incidió en este punto en una conferencia en el Círculo de Economía de Barcelona en diciembre 2018, al afirmar: «*No se puede tener un sistema de supervisión común de los bancos y un sistema de resolución común, y que las responsabilidades que se puedan derivar de la política monetaria y presupuestaria sean a nivel nacional*». Esto implica que «*la garantía de depósitos de los Estados miembros dependa de la situación fiscal de cada país; esto no es una unión bancaria completa*».

⁴ Informe titulado *Capital Markets Union Key Performance Indicators: Measuring progress and planning for success*. <https://www.afme.eu/globalassets/downloads/press-releases/2017/afme-cmu-trade-bodies-publish-kpi-to-track-progress-of-cmu-spanish.pdf>

⁵ El subrayado es nuestro.

⁶ El subrayado es nuestro.



Este es el panorama en el que se presenta esta nueva edición del Observatorio en la que se ha optado por un nuevo formato que haga más hincapié en los efectos que ya se perciben sobre los mercados y sobre los inversores e intermediarios, y ofrezca algunas conclusiones sobre los costes de implantación y los beneficios esperados de las nuevas reglas.

Y todo ello, reiterando una vez más, a pesar de las dificultades, el convencimiento de los redactores y colaboradores de este Observatorio de que las normas que rigen los mercados son un elemento esencial para lograr su funcionamiento ordenado y para hacer del territorio europeo un espacio común de convivencia, competitivo, próspero e integrado.

2. CAMBIOS EN LAS INSTITUCIONES. RETOS DEL 2019

Frente a las incertidumbres y amenazas ya señaladas y al desorden económico global que los analistas vaticinan, existen también fortalezas. La principal, la propia existencia de la UE que constituye el marco esencial, e imprescindible, para que sus países miembros puedan afrontar los retos que la coyuntura presenta. Fuera de la UE, los problemas aumentan y las debilidades se acrecientan mientras que, en una Europa integrada, la capacidad de influencia, de ser escuchada y de jugar un papel preponderante en un mundo global e interconectado son una realidad.

Y en 2019 la UE tendrá la oportunidad de consolidar el camino andado y de evitar retrocesos en el proyecto. En el mes de mayo se renueva el Parlamento Europeo en los que serán los primeros comicios a los que previsiblemente no se presentarán candidatos del Reino Unido, si se cumple la previsión de que el 29 de marzo de 2019 se completará el *Brexit*.

El Parlamento perderá 46 diputados (pasará de 751 a 705 escaños) y se producirá una recomposición de la representación de cada Estado miembro en la Cámara, en la que España ganará cinco escaños⁷.

Son unas elecciones clave que han de aprovecharse para consolidar el proyecto europeo y el liderazgo de la UE en el contexto internacional. Pese a que la coyuntura en la que las elecciones se producen no es la mejor, el punto de partida no es malo; según el Eurobarómetro de 2018 un 67% de la población europea respalda la permanencia de sus Estados en la UE y la considera beneficiosa para su país.

A estas elecciones seguirá la renovación del colegio de comisarios de la Comisión Europea (CE) y un nuevo plan de trabajo para la legislatura en el que probablemente se aborde la revisión de algunos aspectos de la gobernanza europea.

En este sentido, la creación de un Fondo Monetario Europeo a partir del Mecanismo Europeo de Estabilidad o la creación de la figura del Ministro de Hacienda de la UE, iniciativas ambas sobre las que el Presidente del Europarlamento ha manifestado recientemente su apoyo, son posibles iniciativas a abordar.

Las nuevas instituciones se enfrentarán también al reto de gestionar las relaciones con el Reino Unido después del Brexit y a otros temas como la seguridad y los flujos migratorios que previsiblemente seguirán siendo prioridad en la agenda europea.

Y ya en el ámbito financiero, además de la necesaria conclusión de la Unión Bancaria y

⁷ La propuesta es: que (i) Alemania, Bélgica, Bulgaria, Chipre, Eslovenia, Grecia, Hungría, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Portugal y República Checa mantengan el mismo número de diputados; que (ii) Austria, Croacia, Dinamarca, Eslovaquia, Estonia, Finlandia, Polonia, Rumania y Suecia tengan un representante más; que (iii) Irlanda aumente su representación en dos diputados, Italia y Países Bajos en tres y que España y Francia tengan cinco representantes más en el Parlamento.



de la UMC, el impulso a las nuevas tecnologías para mejorar la capacidad de competir en un mercado global junto al fomento de las finanzas sostenibles⁸ parece que serán otros de los ejes fundamentales.

En relación con esta última iniciativa, la Comisión emitió en mayo de 2018 un plan de acción y, en julio del mismo año, creó un grupo de expertos que ya ha publicado algunas propuestas concretas.

La piedra angular de este proyecto consiste en crear un sistema de clasificación unificado o taxonomía de factores medioambientales, sociales y de gobernanza (factores ESG por sus siglas en inglés *environmental, social and governance*) que faciliten las inversiones sostenibles.

El plan de acción es muy ambicioso y requiere costes y esfuerzos elevados a todo el sector financiero (público y privado). Para alcanzar los objetivos fijados para el año 2030 en el Acuerdo de París, incluida una reducción del 40% de las emisiones de gases de efecto invernadero, hay que cubrir, según la CE, un déficit de inversión estimado en 180.000 millones de euros al año. Desde Europa, esta iniciativa se apoyará con el fondo europeo para la inversión estratégica, si bien el sector privado deberá jugar también un papel importante para lograr los objetivos propuestos.

Las principales iniciativas regulatorias abordadas hasta ahora sobre esta materia son las siguientes:

- Propuesta de Reglamento en el que se constituyen las condiciones para crear una taxonomía de lo que puede considerarse una actividad económica ambientalmente sostenible.

- Propuesta de Reglamento -que modificará la Directiva (UE) 2016/2341 relativa a las actividades y la supervisión de los fondos de pensiones de empleo- sobre la información relativa a las inversiones sostenibles y los riesgos para la sostenibilidad.
- Propuesta de Reglamento por el que se modifica el Reglamento de *Benchmarks*. Se crearán nuevas categorías de índices que incluirán los de bajo carbono y de impacto positivo sobre las emisiones.

Además, se han propuesto modificaciones de los actos delegados de la Directiva MiFID II y de la de distribución de seguros (IDD), a fin de incluir factores ESG en el asesoramiento de las empresas de inversión y bancos y por los distribuidores de seguros. Asimismo, la CE ha consultado a la Autoridad Europea de Mercados de Valores (ESMA) sobre posibles modificaciones de los actos delegados de las Directivas UCITS y de gestores de inversiones alternativas (AIFMD) en relación con la integración de los riesgos y factores de sostenibilidad en sus procesos internos de gestión. Se espera que los distintos actos de desarrollo se publiquen durante el año 2019 lo que conduciría a que las primeras normas pudieran entrar en vigor durante el año 2020.

Entre otros efectos, estas propuestas tendrán un impacto directo sobre la actividad de los diferentes actores del mercado financiero y supondrá un cambio de gran calado en el enfoque del negocio, en el diseño productos y servicios y en los modelos de control de riesgos de todos ellos. Así, los criterios ESG deberán estar presentes en:

- Los procesos de gestión de riesgos de los inversores institucionales y de los gestores de activos.

⁸ La activación de esta iniciativa se produjo en 2018 si bien procede del Acuerdo de París sobre cambio climático de 2016.



- Los modelos de asesoramiento sobre inversiones de bancos y empresas de servicios de inversión.
- La venta de productos de seguros por aseguradoras y distribuidores de seguros.
- Los factores a considerar en la composición de los índices de sostenibilidad que los gestores de índices decidan emitir.
- La selección de inversiones para los planes de pensiones de empleo gestionados por las gestoras de planes de pensiones.

En definitiva, es una iniciativa de carácter global, con incidencia generalizada en toda la industria financiera que las nuevas instituciones europeas deberán acometer en la próxima legislatura.

3. CONTENIDO DE LA PRESENTE EDICIÓN

Sin perjuicio de que muchas de las materias que se tratan en esta edición ya han formado parte del índice de este Observatorio durante años, en esta ocasión su presentación se ha sistematizado de forma diferente. A diferencia de años anteriores, el trabajo se ha clasificado en tres módulos referidos a mercados, protección del inversor y gobierno corporativo, que recogen el análisis realizado sobre estos grupos de materias por los profesionales que han participado en el trabajo.

La finalidad perseguida es poner un mayor énfasis en la implementación y supervisión de las normas y en su impacto sobre intermediarios y mercados que en el seguimiento de las que han sido aprobadas o revisadas en el año. Se trata de ofrecer un enfoque eminentemente práctico del impacto de la regulación en los modelos de negocio y en la industria financiera.

CONTENIDO DE LOS MÓDULOS

El análisis realizado en cada uno de los grupos de materias en los que se ha sistematizado el trabajo se ha centrado en los siguientes puntos:

A. MÓDULO DE MERCADOS SECUNDARIOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Este conjunto de temas se refiere a los mercados secundarios de valores y ha sido elaborado por un equipo de trabajo coordinado por Ignacio Santillán, Director General de la Gestora del Fondo de Garantía de Inversiones⁹.

La UE ha avanzado en la regulación de los mercados de valores e instrumentos financieros desde que se produjo la crisis en 2008 con un paquete normativo, que desde este Observatorio ha sido calificado en numerosas ocasiones de excesivo y complejo. No ha habido un solo ámbito de negociación o post contratación que no haya sido objeto de revisión. Tanto MiFID II como MIFIR¹⁰ así como EMIR¹¹ han supuesto una gran revisión del modelo existente:

- En renta fija, (i) se han reforzado las reglas de transparencia, tanto de costes, como pre y post contratación, (ii) se ha profundizado en la regulación de los Internaliza-

⁹ El equipo está compuesto por Raúl Navarro Lozano, CNMV; Rafael Bunzl, Grupo CIMD; Domingo García Coto, BME; Adolfo Ximénez de Embún, Alantra; Víctor Colino Blasco, Grupo Santander; Alfredo Oñoro, Cecabank; Santiago Domingo, Solventis; Georgina Sierra, Solventis; Alfredo Jiménez, FEF.

¹⁰ Directiva 2014/65/UE de 15 de mayo de 2014 (MiFID) y Reglamento (UE) n.º 600/2014 de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros (MiFIR).

¹¹ Reglamento 648/2012 de 4 de julio de 2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.



dores Sistemáticos y (iii) se han regulado los Sistemas Organizados de Cotización, como nuevos centros de negociación.

- En renta variable se ha impuesto la obligación de negociación en centros de negociación o a través de Internalizadores Sistemáticos y se han aprobado reglas más estrictas de *best execution*.
- En cuanto a los instrumentos financieros derivados, se obliga a la compensación de determinados derivados OTC en las cámaras de compensación y a la negociación de algunos de ellos en *trading venues* (la nueva figura de Sistema Organizado de Cotización también abarca a la negociación de derivados). Por último, se obliga a declarar todos los derivados a un *Trade Repository*.
- En el entorno de post contratación, se han regulado por primera vez a nivel europeo las Cámaras de Contrapartida Central (CCP) y los Depositarios Centrales (CSD). Adicionalmente, se ha puesto en funcionamiento operativo el sistema de liquidación *Target 2 Securities* gestionado por el BCE.

A todo ello se añade un elevado número de normas transversales con impacto sobre los mercados como el nuevo régimen de *transaction reporting* -más preciso que el anterior-, la regulación de las diferentes figuras de proveedores de datos o la separación de negociación y análisis (*Unbundling*).

Transcurridos ya varios años desde que se iniciaron estas reformas, desde este módulo, para cada uno de los segmentos de negociación y post contratación se ha tratado de:

- a) recordar la finalidad declarada de cada una de las normas aprobadas que en síntesis, se concretan en (i) el incremento

de la transparencia, (ii) la modificación de las estructuras de negociación, (iii) el aumento de la liquidez, (iv) la puesta a disposición de los supervisores de un mayor nivel de información, (v) el fomento de la negociación ordenada de los mercados o (vi) la mejora del tratamiento a los clientes cuando adquieren activos en los mercados.

- b) analizar el estado de implementación de las diferentes medidas, identificar criterios regulatorios aún por determinar y operativas aún no definitivamente encauzadas.
- c) valorar si se atisban hasta el momento consecuencias para los diferentes mercados y para los operadores, y de qué tipo, en temas tales como la liquidez, la formación de precios, la transparencia, la viabilidad de los modelos de negocio, los volúmenes de negociación, la evolución y competencia de centros de ejecución, la post contratación,...
- d) aportar -con base en las evidencias detectadas- una opinión crítica sobre el impacto de las medidas regulatorias, identificando los problemas que resuelve, los que acentúa y, en su caso, los efectos no previstos o indeseados.

B. MÓDULO DE PROTECCIÓN DEL INVERSOR

Este módulo ha sido redactado por Sara Gutiérrez, socia de finReg 360, y por María Dolores Pescador CEO & Co-Founder de Reg-Tech Solutions.

Han sido muy numerosas las normas que a nivel europeo han sido aprobadas en estos años con el objetivo de aumentar la protección del inversor en los distintos ámbitos del sector financiero. La mayoría de ellas, con fecha de aplicación a lo largo de 2018.



Entre las más relevantes se encuentran (i) la Directiva MiFID II, (ii) el Reglamento PRI-IPs, y otras normas como (iii) la Directiva sobre contratos de Crédito Hipotecario o (iv) la Directiva de Distribución de Seguros. Como complemento de ello, la Autoridad Europea de Mercados de Valores (ESMA) y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) han aprobado numerosas guías, recomendaciones y documentos de preguntas y respuestas en relación con la aplicación práctica de esta nueva normativa.

La finalidad de este módulo, aun teniendo en cuenta la poca perspectiva temporal con que se cuenta, es la de llevar a cabo un análisis de las consecuencias prácticas que ha tenido esta nueva regulación, y cómo ha afectado al negocio de las entidades, que en muchos casos han tenido que adaptar sus modelos de prestación de servicios para cumplir con las nuevas exigencias. Asimismo, se trata de evaluar el impacto que el conjunto de la normativa está teniendo en el modelo de ingresos de las entidades y como está afectando la irrupción de las nuevas tecnologías a su negocio.

En síntesis, este módulo trata de dar respuesta a las siguientes cuestiones:

- a) Impacto de las nuevas exigencias recogidas en MiFID II sobre el modelo de prestación de servicios de las entidades: ¿Qué exigencias regulatorias han llevado a replantear los modelos de prestación de servicios? ¿Se ha producido realmente este cambio? ¿Hay diferente impacto en función del tipo de servicio ofrecido?
- b) Posibles consecuencias sobre los modelos de negocio de otras normas dirigidas a aumentar la protección al cliente.
- c) Razones que justifican la nueva regulación (¿se debe a una demanda de mayor protección de los clientes?) y de sus

efectos prácticos (¿aportan las nuevas normas un aumento efectivo de la protección del cliente?).

C. MÓDULO DE GOBIERNO CORPORATIVO

Este módulo ha sido elaborado por un equipo de trabajo coordinado por Juan Pérez Calot¹².

Sin perjuicio de las iniciativas regulatorias en el ámbito de las sociedades cotizadas y de las Entidades de Interés Público en materia de gobierno corporativo, de los tres sectores que componen el sistema financiero se ha desarrollado con mayor intensidad el de las entidades de crédito, con el objetivo de mejorar la solvencia y sostenibilidad del sistema en su conjunto y de las entidades que lo configuran y de facilitar su resolución en situaciones de crisis.

Así, el Mecanismo Único de Supervisión (MUS), en sus tareas de vigilancia de la solvencia del sistema bancario europeo, ha integrado como un elemento primordial de su función, la supervisión de la gobernanza de las entidades de crédito, añadiendo este objetivo a los que tradicionalmente han conformado su labor principal (velar por la seguridad y la solidez del sistema, potenciar la integración y la estabilidad financiera y asegurar la coherencia de la supervisión).

En esta línea, en 2018 se han aprobado por la Autoridad Bancaria Europea (EBA) nuevas guías que suponen un cambio en el sistema de gobernanza de los bancos.

Adicionalmente, nuevas iniciativas en el

¹² Este capítulo ha sido redactado por Juan Pérez Calot, Senior Advisor responsable del área de Gobierno Corporativo de Finreg 360, Javier Zapata Cirugeda, Lourdes Centeno Huerta, Socia responsable de Derecho Societario, Gobierno Corporativo y Mercado de Capitales en Ernst & Young Abogados, S.L.P y Eva María González Díez, Directora de la Asesoría Jurídica del Grupo Mutua Madrileña.



ámbito de las sociedades cotizadas, entre otras, la Directiva de derechos de los accionistas¹³ y la publicación de un nuevo Código de Gobierno Corporativo en el Reino Unido, marcan nuevas tendencias en este ámbito que impactan en la información que las entidades financieras deben remitir al mercado y en el funcionamiento de sus órganos sociales.

Los temas que se abordan en este bloque son los siguientes:

- a) Composición del Consejo de Administración y de sus comisiones: (i) Idoneidad individual del consejero; tipos de consejeros. (ii) Idoneidad colectiva; equilibrio de conocimientos, experiencia y cualidades; diversidad; políticas de selección y nombramientos. (iii) La evaluación de idoneidad. (iv) Formación, medios y presupuesto.
- b) El funcionamiento del Consejo y de sus comisiones: (i) Liderazgo del presidente. (ii) Equilibrio de poderes dentro del consejo. (iii) Calidad y diligencia de entrega en la información disponible. (iv) Gestión del riesgo. (v) Impacto de las nuevas tecnologías.
- c) El marco normativo de las entidades financieras. Las líneas de defensa.
- d) Iniciativas en el ámbito de las compañías cotizadas: (i) La Comisión de Nombramientos y Retribuciones. (ii) El impacto de la Directiva de derechos de los accionistas. (iii) La Responsabilidad Social Corporativa.

Cada uno de los tres equipos de trabajo ha realizado un análisis conjunto sobre la oportu-

nidad, conveniencia e impacto de las diversas propuestas normativas sobre el modelo de negocio de los intermediarios y sobre la propia industria.

Adicionalmente, se ha considerado conveniente incluir un trabajo sobre el efecto del *Brexit* sobre la UMC en Europa por la trascendencia de ambos temas para el mercado integrado¹⁴. Como se ha señalado anteriormente, el proyecto de UMC avanza lentamente y el *Brexit* puede impactar de forma notable sobre su desarrollo.

Aunque para obtener una visión precisa y motivada de las principales posiciones sostenidas por los colaboradores de cada trabajo se recomienda su lectura completa, en los siguientes apartados de este Informe se ofrecen, a modo de resumen, algunas de las más relevantes conclusiones alcanzadas por cada uno de ellos.

4 IMPLEMENTACIÓN DE LAS REFORMAS EN LA REGULACIÓN DE LA UE DE LOS MERCADOS SECUNDARIOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

La finalidad de este módulo sobre Mercados Secundarios en la UE es doble. Por un lado, (i) identificar los efectos de las normas aprobadas y en fase de implantación sobre el funcionamiento de los mercados secundarios, y por otro (ii) hacer un análisis crítico de la situación actual y valorar si su implantación -dentro del poco tiempo transcurrido- está produciendo efectos beneficiosos o, en algún caso, indeseados para la industria.

¹³ Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas.

¹⁴ «El efecto del *Brexit* sobre la Unión del Mercado de Capitales en Europa». Francisco Uría, Socio responsable de sector financiero en KPMG EMA y socio principal de KPMG abogados.



Son numerosas las iniciativas regulatorias sobre los mercados secundarios de valores que se han aprobado desde que los países miembros de la Comunidad Europea decidieran en 1986¹⁵ avanzar en la consecución del mercado único europeo.

La primera, si bien con impacto limitado sobre los mercados, fue la Directiva de Servicios de Inversión del año 1993 (Directiva 93/22/CE) que trataba fundamentalmente de establecer un régimen general para la prestación de servicios de inversión transfronterizos en el territorio europeo.

La norma quedó pronto superada por la evolución del mercado y hubo de ser revisada para atender a nuevas realidades operativas tales como la aparición de sistemas alternativos de negociación o los avances en el ámbito del post contratación-, dando lugar en el año 2004 a la primera Directiva MiFID en la que se regularon entre otras figuras, los Mercados Regulados, los Sistemas Multilaterales de Negociación y los Internalizadores Sistemáticos, al tiempo que se estableció el principio de mejor ejecución con los objetivos de que el impacto de la fragmentación de la liquidez en varios centros de negociación no supusiera también la fragmentación del mercado, de promover la competencia entre centros de negociación y de reforzar la protección de los inversores en este nuevo escenario.

A partir de ahí, y más recientemente, se han aprobado, como ya se ha mencionado, normas relevantes de gran impacto como el Reglamento EMIR -en lo referente a la obligación de registro y compensación de derivados y regulación de los *Trade Repositories* y las Cá-

maras de Contrapartida Central- y el paquete normativo MIFID II/MIFIR en el ámbito de la negociación.

El trabajo realizado en este módulo desgrana con detalle la mayoría de las normas aprobadas y las razones que han dado impulso a esta ingente producción normativa; entre éstas se apuntan las siguientes:

- La natural evolución de la regulación preexistente como consecuencia de imperfecciones, de áreas sin regular o de potenciales mejoras identificadas. Las diferentes medidas en el ámbito de la negociación, el *transaction reporting* de MIFID II/MIFIR o la reforma del régimen de Abuso de Mercado son ejemplos destacables de normas que se deben a estas razones.
- La aparición de nuevas operativas relacionadas con la negociación en los mercados no reguladas previamente a nivel de la UE. La negociación algorítmica y de alta frecuencia, el acceso directo al mercado mediante terminales de contratación de los clientes de los intermediarios financieros o la regulación de las ventas en corto y posiciones cortas, cabrían en este apartado.
- Determinadas medidas orientadas a la protección de los inversores que tienen efectos indirectos sustanciales en los mercados secundarios. En concreto, cabe destacar la consideración en MiFID II de los informes de análisis como incentivo y la evolución del principio de mejor ejecución para exigir a las entidades medidas «suficientes» en lugar de «razonables» para alcanzar la mejor ejecución, lo que supone un plus de diligencia.
- La creciente atención al ámbito de la post contratación, en particular la regulación de las Cámaras de Contrapartida Central, de los Depositarios Centrales de Valores y

¹⁵ El Acta Única Europea firmada en febrero de 1986, entró en vigor el 1 de julio de 1987 con el objetivo de crear en Europa un Mercado Interior sin fronteras, en el que la libre circulación de mercancías, personas, servicios y capitales estuviera garantizada.



la puesta en funcionamiento de *Target2 Securities* por el BCE como sistema único de liquidación a nivel de la UE.

- Las diversas reacciones a las situaciones de crisis vividas a partir de 2008. En este grupo podemos incluir la obligación de compensación de derivados OTC en Cámaras de Contrapartida Central como medida de mejora de la gestión del riesgo operacional y de crédito en los mercados de derivados y su registro en *trade repositories*; y el paquete MIFID II/MIFIR, que supone una importante modificación de las estructuras de negociación y del régimen de transparencia en la renta fija, en la renta variable y en los derivados. Adicionalmente, MiFID II crea la figura de los Agentes de Publicación Autorizados (APA) y de los Proveedores de Información Consolidada (PIC) y regula la ya existente de los Sistemas de Información Autorizados (SIA).

Sobre el análisis del impacto de toda esta normativa, el equipo redactor de este módulo llega a una primera conclusión: la regulación de los mercados secundarios de instrumentos financieros presenta unos efectos claramente positivos sobre la transparencia y la ordenación de los mercados. Junto a ello, la finalidad de una mejor gestión del riesgo en el ámbito de la post contratación, particularmente respecto de los derivados OTC, y la armonización europea en este ámbito, también se consideran positivas.

No obstante dicha valoración positiva, la implantación de esta normativa sugiere algunas consideraciones críticas de carácter global:

- Se trata de una reforma compleja y difícil de implantar que está requiriendo un esfuerzo y costes significativos para todos los implicados: mercados, infraestructuras,

entidades, gestores, inversores, reguladores y supervisores.

- Dicha complejidad se refleja, también, en la ingente labor de armonización y convergencia supervisora que ESMA y las autoridades nacionales están llevando a cabo con la finalidad de impedir que se creen escenarios de competencia regulatoria indeseada.

Y por lo que respecta a las consecuencias concretas sobre la industria, los principales efectos observados son los siguientes:

- El mercado de renta variable -que a priori debería haber sido menos afectado por MiFID II por estar ya regulado con MiFID-, se está viendo seriamente impactado. Así, se observa que una parte importante de los operadores podrían no sobrevivir a las altas exigencias de capital, inversión y gastos que conlleva la nueva situación, con un mercado más fragmentado y con múltiples centros de negociación y plataformas de post contratación. Adicionalmente, se aprecia un redireccionamiento de volúmenes de contratación a Internalizadores Sistemáticos o a sistemas de negociación *Dark*. Además, dos aspectos normativos, no directamente dirigidos a regular el mercado, afectan sobremanera al mercado de renta variable:

- a) La aplicación del principio de mejor ejecución (*Best Execution*), cuya interpretación práctica más extendida entre los inversores profesionales se ha centrado en la eliminación, o reducción, del riesgo de variación de precio en la ejecución de una orden lo que ha conducido a prácticas que drenan liquidez en las modalidades de negociación continua.



Esta interpretación, junto al cambio de estructura del mercado, está resultando en que grandes gestoras, especialmente las localizadas en el Reino Unido, (i) contraten y usen principalmente los mecanismos de ejecución de grandes intermediarios, con enormes capacidades tecnológicas para la ejecución de operaciones sobre valores muy líquidos, y (ii) en el resto de los casos, solo acudan a intermediarios especializados como meros potenciales proveedores de liquidez para cruzar bloques.

En consecuencia, se está excluyendo de la ejecución a los intermediarios medianos y pequeños y propiciando que las órdenes se ejecuten en modalidades no convencionales que no ofrecen una negociación continua ni transparencia de posiciones en tiempo real.

- b) El tratamiento del análisis o «research» como incentivo, con la obligación para los brokers de facturar separadamente la intermediación del análisis (*Unbundling*).

La mayoría de las gestoras internacionales que han desvinculado los pagos por análisis de las comisiones de ejecución han afrontado el gasto de análisis contra su propia cuenta de resultados y no contra los fondos o carteras gestionadas por ellas. Ello ha ocasionado una reducción importante del importe destinado por las gestoras a pagar análisis para poder salvaguardar su viabilidad económica, a costa de la de sus proveedores de análisis. A su vez, éstos están reduciendo sus equipos para equilibrar sus cuentas de resultados y también el universo de compañías analizadas, lo que podría favorecer una concentración en este sector. Las previsibles consecuencias negativas de este escenario son (i) una

mayor dificultad de acceso a la financiación bursátil de compañías pequeñas y medianas, (ii) la reducción de la liquidez en su cotización debido a la falta de cobertura por analistas independientes, (iii) desajustes en el valor/precio que los mercados otorgan a compañías poco líquidas y con escaso seguimiento y (iv) el mayor desarrollo de los *research* pagados por el propio emisor, con lo que ello implica de potencial conflicto de interés.

Los efectos señalados se producen en plena implementación de la UMC europea y resultan difícilmente compatibles con una de sus finalidades más relevantes como es la de procurar una mayor financiación de las pequeñas y medianas empresas a través del mercado de capitales.

- La multiplicidad de centros de negociación de renta variable supone un significativo aumento de costes operativos que tiene mayor impacto sobre los *brokers* de tamaño mediano y pequeño que sobre los grandes operadores que disponen de medios para dirigir sus órdenes a todos los centros de negociación y pueden, mediante el uso de sistemas complejos, obtener beneficio de las ineficiencias de un mercado descentralizado. Esta realidad propicia la concentración de operadores.

- En los mercados de renta fija las reformas han pretendido adoptar mecanismos de transparencia y negociación similares a los de la renta variable lo que tratándose de mercados con estructuras y operativas muy diferentes tiene implicaciones relevantes. Así, se pueden observar o intuir ya, entre otros, los siguientes efectos:

- a) Una mayor tendencia a la negociación por medios electrónicos que permiten el acceso a diferentes fuentes de liquidez.



- b) La disponibilidad de datos completos, fiables y a tiempo, particularmente en renta fija, es objeto de preocupación ya que se trata de un elemento esencial para la implementación completa de las disposiciones de MiFID II/MIFIR. Los mecanismos puestos en funcionamiento al respecto -en particular la contribución de datos por Agentes de Publicación Autorizados y centros de negociación- precisan aún mejorar (ESMA está dedicando sus esfuerzos a este objetivo de forma intensiva).
- c) El aumento de la transparencia que implica transmitir al cliente todos los márgenes y comisiones, puede suponer una reducción de ingresos y márgenes, y a corto plazo, una menor oferta de prestadores del servicio. Asimismo, este escenario con menos operadores, puede implicar un incremento de los diferenciales de precio y una menor liquidez.
- d) Los criterios de clasificación de activos en líquidos e ilíquidos, junto con la aún no completa calidad de los datos disponibles, han implicado que haya valores calificados como ilíquidos, sobre los que hay dudas de que realmente lo sean. Además, la necesidad de aplicar la mejor ejecución puede estar desincentivando su contratación y empeorando su nivel de liquidez.
- e) Se percibe una propensión a la concentración de operadores ante la reducción de rentabilidad que supone la transparencia de costes explícitos e implícitos y el incremento de costes que supone la dedicación a temas de cumplimiento complejos que requieren seguimiento en tiempo real.

En el ámbito de los mercados de instrumentos financieros derivados el coste de adap-

tación a MiFID II, ha sido alto para las infraestructuras, mercados, entidades y autoridades.

En muchos casos, en función de su tamaño, algunas entidades no están en condiciones de acometer los cambios necesarios para la adaptación a MiFID II (recursos económicos, de personal, tecnológicos,...) en todas sus áreas de negocio, por lo que han dejado de operar en determinados instrumentos o mercados. Ello está ocasionando una mayor concentración de la oferta de servicios en menos entidades y que las de menor tamaño reduzcan la suya.

La consecuencia es que hay menos competencia y que ésta se concentra en las compañías de mayor tamaño, situación que no beneficia a los clientes finales.

En definitiva, la principal conclusión del grupo que ha trabajado en este módulo es que las reformas introducidas no están siendo neutras en cuanto al perfil de la industria que promueven, principalmente porque están ocasionando variaciones importantes sobre la estructura de ingresos y costes de las entidades y propiciando la necesidad de contar con grandes capacidades tecnológicas para cumplir con las obligaciones regulatorias o, al menos, con la interpretación práctica que de ellas se está haciendo.

En este escenario, la viabilidad de algunos modelos de negocio puede verse afectada hasta el punto de poder significar su expulsión del mercado favoreciendo una mayor concentración y el incremento del tamaño de los operadores. Y esta concentración, promovida indirectamente por el sesgo que ha tomado la regulación, se produce sin que el regulador haya manifestado preferencia explícita sobre la estructura de la industria deseable para el desarrollo de los mercados.

Se trata, en opinión del equipo de trabajo, de una cuestión de singular relevancia a la que debería prestarse una atención específica. Si



bien la existencia de entidades con elevadas capacidades operativas y gran tamaño permite economías de escala y atender todos los requisitos regulatorios, como se ha señalado, por contra la concentración supone menos competencia y puede implicar estandarización en los servicios ofrecidos a los clientes, en perjuicio de los de mayor valor añadido.

Además, se produce en un escenario en el que se trata de promover el crecimiento de los mercados de valores por medio de la UMC, cuyo plan de acción tampoco hace referencia a (i) la estructura deseada de la industria ni (ii) al papel que el modelo buscado deba jugar en la promoción de los mercados y en su funcionamiento ordenado, o sobre la innovación y el incremento de valor añadido al inversor.

Una última consideración del equipo de trabajo es que no se percibe que las diferentes reformas estén produciendo una reducción de costes, sino más bien, lo contrario -reducción de márgenes con incremento de otras comisiones; e incremento de costes de transacción en *T2S*, en la utilización de CCP, en la mayores exigencias de *transaction reporting* o en el acceso a determinados proveedores de datos-. Por otro lado, la reducción de competencia que puede implicar la evolución hacia una concentración de operadores, puede ser también un elemento de especial relevancia.

5. PROTECCIÓN DEL INVERSOR

También en lo referente a la protección del inversor el año 2018 ha sido especialmente relevante para las entidades financieras europeas puesto que ha sido el ejercicio en que han comenzado a aplicarse nuevas reglas que inciden directamente sobre los modelos seguidos por las entidades para la prestación de servicios a clientes.

Al igual que en el caso de los mercados secundarios, la principal norma -cuyo impacto sobre los negocios de banca comercial y banca privada se analiza en este módulo-, es la Directiva MiFID II, de aplicación desde el 3 de enero de 2018. Adicionalmente, hay otras normas dirigidas a aumentar la protección de los clientes -cuya aplicación también se inició en 2018-, que han impactado en las normas de conducta y en la prestación de servicios por las entidades financieras. Entre ellas destaca: (i) el Reglamento PRIIPs, (ii) la Directiva 2016/97 sobre la distribución de seguros y (iii) la Directiva 2014/17 sobre los contratos de crédito celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial. Su finalidad y el impacto sobre la industria son analizados también en el trabajo realizado en este módulo.

5.1. IMPACTO DE MIFID II

Transpuesta al ordenamiento jurídico español¹⁶ con más de un año de retraso, MiFID II representa un cambio relevante para las entidades que prestan servicios de inversión, puesto que además de abordar un profundo cambio en las reglas de transparencia y ordenación de los mercados -como ya se ha señalado- regula profusamente las normas organizativas y de conducta.

El análisis realizado valora el impacto de cinco novedades de la Directiva que, de forma destacada, han llevado a las entidades financieras a replantear sus modelos de negocio tanto desde el punto de vista operativo como tecnológico, jurídico y de cumplimiento:

- La prohibición del cobro o pago de incen-

¹⁶ Se han aprobado tres normas: el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, el Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, y el Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre.



tivos en la prestación de servicios de asesoramiento independiente y gestión discrecional de carteras.

- La restricción del cobro de incentivos en otros servicios como el asesoramiento no independiente o la comercialización sujetos a que se cumplan determinadas condiciones que justifiquen un aumento en la calidad del servicio.
- Las nuevas exigencias de evaluación de conocimientos y competencias con los que deben contar los empleados y los agentes que presten servicios de inversión.
- La identificación, tanto por los productos como por los distribuidores de instrumentos de inversión, del mercado objetivo a los que van dirigidos los productos.
- El refuerzo de las obligaciones y responsabilidades del Consejo de Administración de las entidades que prestan servicios de inversión.

Algunos de los impactos principales sobre la industria de estas cinco novedades regulatorias son los siguientes:

- a) Prohibición del cobro o pago de incentivos

MiFID II introduce la prohibición del cobro y pago de incentivos en los servicios de gestión discrecional de carteras y asesoramiento independiente¹⁷ o, alternativamente, en caso de que se perciban, exigen su devolución al cliente.

¹⁷ MiFID II desdobra el servicio de asesoramiento en dos tipos, independiente y no independiente. Para que el servicio prestado pueda calificarse como independiente deben cumplirse dos requisitos, (i) ausencia de cobro o pago de incentivos y (ii) la evaluación y análisis de un número suficientemente amplio de productos, que incluya productos de terceros para llevar a cabo una recomendación de inversión.

Ello implica que, a partir del 3 de enero de 2018, todas las carteras de clientes sobre las que existe un mandato de gestión discrecional así como las recomendaciones de inversión realizadas por un asesor independiente deben contener productos sobre los que no se haya previsto el pago de ningún tipo de retrocesión, además de cumplir con el requisitos de ofrecer una amplia gama de productos, incluidos de terceras entidades que no cuenten con vínculos estrechos con el distribuidor.

Y cuando por la naturaleza del producto o del servicio no haya sido posible eliminar los incentivos, los importes recibidos deberán ser transferidos en su totalidad a los clientes, sin posibilidad de que sean compensados con las comisiones pagadas por ellos. La única excepción es la percepción de beneficios no monetarios menores aceptables, que, detalladamente se citan en la normativa. En todo caso, éstos deben ser razonables y proporcionados, y de tal escala que sea poco probable que influyan en la conducta de la entidad en detrimento de los intereses del cliente.

Principales implicaciones

Las entidades se han visto obligadas a redefinir el patrón de ingresos generados por estos servicios y a modificar su forma de actuar:

- Por un lado, han tenido que abandonar el modelo seguido hasta ahora en la gestión discrecional de carteras -que generalmente complementaba la percepción de comisiones explícitas del cliente con la percepción de incentivos de terceros-, lo que ha redundado en un aumento de las comisiones de gestión y/o en la aparición de otras como la de custodia.
- Adicionalmente, han desarrollado mode-



los con menores costes, diseñados para cubrir las necesidades de grupos de clientes que compartan un mismo perfil de inversión -carteras de gestión industrializada-. En estos casos, el tiempo y los recursos que emplean las entidades para la construcción y seguimiento de las carteras son menores y, por lo tanto, las comisiones que cobran también lo son.

- Igualmente es de resaltar la aparición de nuevas clases de fondos, denominadas «clases limpias», en las que no se prevé el pago de incentivos. Y cuando esta opción no ha sido viable, las entidades han tenido que desarrollar procedimientos para devolver a los clientes las comisiones percibidas de terceros, con la prohibición expresa de compensarlas con las comisiones pagadas por los clientes¹⁸.
- Y en lo que se refiere al asesoramiento independiente, aunque en un principio la propia definición del servicio hacía pensar que, en la práctica, el asesoramiento que se venía prestando en banca privada cumplía con los requisitos exigidos para declararlo independiente, la realidad es que no se ajustan exactamente a éstos, principalmente (i) por la necesidad de evaluar una amplia gama de productos (concepto aún no determinado en la normativa) que incluya productos de terceros, (ii) porque aún no se ha definido si se establecerá un límite a la inclusión de productos propios en la cartera, y (iii) por las dificultades operativas y fiscales a las que se enfrentan las entidades que deciden prestar este nuevo servicio a sus clientes.

¹⁸ La obligación de devolver los incentivos percibidos vinculados al servicio de gestión discrecional de carteras se aplica a todos los contratos en vigor, incluso a los celebrados antes de la entrada en vigor de la Directiva, 3 de enero de 2018.

En conclusión, tanto en la gestión discrecional de carteras como en asesoramiento independiente, el modelo más frecuentemente utilizado antes de la entrada en vigor de la Directiva era el de percepción de retrocesiones de terceros (frente al cobro de comisiones explícitas) que, en algunos casos, se compensaban con las comisiones pagadas por los clientes, posibilidad que ahora se prohíbe. Y esta doble prohibición (de cobro de incentivos y de retención cuando el incentivo exista) ha hecho pensar a la industria que pudiera tener un impacto negativo en el cliente, que difícilmente consideraría que el cobro explícito supondrá una mejora del servicio prestado.

Adicionalmente, existen implicaciones fiscales que hacen compleja la evolución de los modelos de banca privada hacia el asesoramiento independiente. Entre otras, (i) que la comisión explícita por asesoramiento conlleva IVA y que, por el contrario, el incentivo que paga un tercero está exento, y que (ii) ante la imposibilidad de llevar a cabo una compensación con las comisiones pagadas por el cliente, la devolución del incentivo es considerada como un rendimiento de capital sujeto a retención a cuenta.

Por todas estas razones, si bien en un primer momento se consideraba que el nuevo servicio de asesoramiento independiente iba a ser una de las principales novedades en las revisiones de los modelos de negocio, en la práctica tanto por la falta de concreción regulatoria como por los impedimentos operativos, existen pocas entidades que hayan finalmente optado por evolucionar sus modelos de asesoramiento hacia esta nueva figura. La gran mayoría de las entidades ha elegido el asesoramiento no independiente.

- b) Restricción del cobro de incentivos en servicios en los que no se ha prohibido expresamente.



Éste es probablemente el impacto de MiFID II que más se ha debatido durante la tramitación de la nueva normativa.

Ya se ha señalado que una gran parte de las entidades que prestan servicios de banca privada han optado por definirlo como «asesoramiento no independiente» manteniendo, en la mayoría de los casos, la percepción de incentivos de terceros como la principal vía de ingresos. Esta opción requiere el cumplimiento de una serie de requisitos. Entre otros:

- 1) informar de forma adecuada a los clientes,
- 2) justificar que el incentivo percibido se traduce en un aumento de la calidad del servicio prestado y,
- 3) justificar un beneficio continuado a los clientes en el caso de que el incentivo percibido se cobre de forma recurrente.

Por tanto, la principal tarea a la que se han enfrentado las entidades ha sido la de ajustar su modelo de negocio al cumplimiento de estos requisitos, con algunas dificultades:

- La información al cliente requiere que se informe de forma detallada de la cuantía exacta de la misma o alternativamente del método de cálculo del incentivo, lo que ha requerido la revisión de los modelos de información utilizados hasta ahora.
- Respecto al requerimiento de que se justifique el aumento de calidad del servicio, el artículo 11.2 de la Directiva Delegada 2017/593 de 7 de abril de 2016 ofrece tres supuestos que sirven para justificarla,¹⁹ lo

¹⁹ Los tres supuestos que justifican un aumento de la calidad del servicio son:

- (i) la inclusión en las recomendaciones de inversión

que significa que las entidades han debido encajar su modelo en uno de ellos para poder mantener el cobro o pago de incentivos²⁰.

- En banca privada, la mayoría de los servicios de asesoramiento que venían prestándose antes de la entrada en vigor de MiFID II no se han visto afectados de manera significativa siempre y cuando las entidades hayan definido su servicio de asesoramiento, como no independiente.

En banca comercial, sin embargo, el impacto es mayor, ya que en la práctica, la distribución se realizaba a través de la venta de productos sin asesoramiento, en la que los ingresos provenían de incentivos pagados por terceros y no de la percepción de una comisión explícita pagada por el cliente.

Y en este modelo, las entidades, principalmente las pertenecientes a grupos financieros,

de una amplia gama de instrumentos financieros adecuados, incluido un número apropiado de instrumentos de terceros,

(ii) que se ofrezca al cliente una revisión, al menos anual, de la idoneidad de la recomendación realizada o se le provea de manera continuada de información sobre productos que encajen en su perfil y

(iii) el ofrecimiento al cliente de una amplia gama de instrumentos financieros que incluya un número apropiado de productos de terceros, junto con herramientas de valor añadido, que ayuden al cliente a adoptar decisiones de inversión o le faculten para el seguimiento, la modelación y el ajuste de la gama de instrumentos en los que haya invertido, o la provisión de informes periódicos del rendimiento y los costes y cargos asociados a los instrumentos financieros.

²⁰ No obstante, la implementación de la Directiva MIFID II en España (art. 62.2º del RD 217/2008 según redacción del RD 1464/2018), prevé que «la persona titular del Ministerio de Economía y Empresa o, mediante su habilitación expresa, la CNMV, podrán determinar otros servicios adicionales o de nivel superior al cliente, además de los contemplados en la letra a) de este apartado». Cabe por tanto, la posibilidad de que se incorpore algún supuesto adicional a los tres de la Directiva.



en la práctica distribuían únicamente producto propio lo que les ha obligado a revisar en profundidad sus esquemas comerciales siguiendo, básicamente, dos caminos:

- 1) la oferta de servicios de asesoramiento simplificado que se concretan en la realización de recomendaciones sobre un producto para una inversión concreta evaluando la idoneidad únicamente de dicha inversión sin tener en cuenta el patrimonio total del cliente y sin incluir en sus recomendaciones de inversión producto de terceros y
 - 2) la implantación de plataformas on-line en las que se da acceso también a productos de terceros -generalmente fondos de inversión-, sin asesoramiento e incluyendo herramientas que permitan a los clientes identificar las inversiones que más se ajusten a sus necesidades.
- c) Evaluación de conocimientos y competencias de los empleados

Otra de las novedades de la MiFID II que ha afectado a los modelos de prestación de servicios de las entidades es la exigencia de que las personas que prestan el servicio de asesoramiento o proporcionan información a los clientes dispongan de los conocimientos y las competencias necesarios para cumplir sus obligaciones.

Para determinar cómo debe cumplirse esta exigencia, ESMA publicó en marzo de 2016 las «Directrices para la evaluación de los conocimientos y competencias» a las que se adhirió la CNMV publicando su Guía Técnica 4/2017, en la que se concretan los criterios adecuados para que las entidades puedan demostrar que el personal que informa o que asesora cumple con la exigencia de contar con conocimientos y capacidades.

Por tanto, las entidades deben contar con políticas y procedimientos para identificar al personal relevante y en función del tipo de servicio que cada uno preste, asegurar que están capacitados. Además, la evaluación ha de realizarse de forma continuada por lo que las entidades han debido exigir a sus empleados -a la entrada en vigor de la Directiva- la acreditación de que cuentan con la certificación requerida y anualmente, la reevaluación de sus conocimientos.

El órgano de administración de las entidades es el responsable de asegurar que el personal que no cuente con los conocimientos y competencias necesarios no pueda seguir prestando los servicios de asesoramiento, ni proporcionando información, salvo que se hayan establecido procedimientos adecuados de supervisión de sus funciones.

Impacto sobre la industria

En función del tipo de servicio prestado y de la tipología de productos que se ofrezcan el impacto está siendo diferente:

- En banca privada la nueva normativa no ha incidido de forma tan relevante como en los segmentos de banca comercial ya que los asesores y los gestores ya contaban en su gran mayoría con certificados -homologados ahora por la CNMV- que acreditaban sus conocimientos y competencias.
- En banca comercial, como se ha indicado anteriormente, no se venía prestando, generalmente, un servicio de asesoramiento sino de comercialización. En estos casos, principalmente en el del personal el que presta servicios en oficinas, no era frecuente que contara con alguna certifica-



ción que permitiera justificar los conocimientos y competencias exigidos. Por lo tanto, las entidades han debido establecer procedimientos para asegurar que sus empleados obtienen la certificación acreditativa de su formación y redirigir su modelo de negocio:

- En muchos casos hacia un servicio de asesoramiento simplificado, menos sofisticado que el de banca privada pero igualmente -al tratarse de asesoramiento sobre inversiones- sujeto al cumplimiento de ciertos requisitos de competencia y conocimientos. De este modo, los asesores han debido realizar durante el año 2017 programas de formación para acreditar su capacitación.
- En otros casos, se ha optado por seguir ofreciendo servicios de comercialización. Al igual que en el caso anterior, los empleados y agentes no contaban, generalmente, con certificaciones que permitieran acreditar sus conocimientos y competencias y por tanto las entidades han debido formar y evaluar a sus empleados; en entidades con un número elevado de empleados mediante acuerdos con certificadores externos -con cursos homologados por la CNMV-, y en el caso de entidades con redes limitadas mediante evaluaciones internas, tarea que ha recaído generalmente en la función de cumplimiento.

En conclusión, esta exigencia ha supuesto esfuerzo relevante de las entidades tanto desde un punto de vista organizativo como económico.

- d) Nuevas obligaciones sobre gobernanza de productos

Una de las novedades de la Directiva MiFID II son las nuevas exigencias sobre gobernanza de productos y, en particular, la identificación del mercado objetivo. La Directiva distingue por primera vez las obligaciones del originador del producto, que crea, desarrolla, emite o diseña el instrumento financiero, y las de los distribuidores, funciones que en algunos casos pueden coincidir en la misma entidad financiera.

- Por un lado, el originador deberá garantizar que los instrumentos que crea están diseñados para responder a las necesidades de un mercado destinatario definido. Por primera vez se exige que antes de emitir un instrumento financiero, se identifique el público objetivo al que va dirigido, basándose no solo en criterios cuantitativos, sino también cualitativos. Básicamente, al determinar el mercado destinatario, los productores deben analizar: (i) el tipo de cliente al que se dirige el producto, (ii) la experiencia y conocimientos requerida en los clientes destinatarios, (iii) la situación financiera y capacidad para asumir pérdidas de los clientes, (iv) su tolerancia al riesgo, y (v) los objetivos y necesidades de los clientes, incluyendo el horizonte de inversión esperado.

Además el originador debe determinar la estrategia de comercialización a seguir por los distribuidores para que se favorezca la venta del producto en el mercado definido. Y una vez determinados el mercado objetivo y la estrategia de distribución, los originadores deberán supervisar si los distribuidores han seguido las categorías indicadas y el tipo de servicio de inversión propuesto, así como las discrepancias que hayan podido surgir y, en su caso, llevar a cabo los ajustes que resulten necesarios.

- El distribuidor, por su parte, es el que ha sufrido un mayor impacto en sus funcio-



nes. Así, antes de iniciar la distribución de un producto, deberá comprender sus características y valorar su compatibilidad con las necesidades y perfil inversor de sus clientes, teniendo en cuenta el mercado destinatario definido por el originador.

En este sentido, será necesario que, en el proceso de aprobación e identificación del mercado destinatario tenga en cuenta el tipo de servicio que va a prestar porque dependiendo de ello contará con más o menos información para identificar si su clientela coincide con el mercado destinatario definido. Si se trata de asesoramiento, el distribuidor contará con información suficiente para cruzar las características y necesidades del cliente con las del mercado objetivo. Pero si el servicio es de mera ejecución, en el que la entidad no lleva a cabo ni siquiera un test de conveniencia, no tendrá información suficiente sobre el cliente que le permita asegurar que se está dirigiendo al mercado fijado.

De cualquier forma, el distribuidor deberá realizar una revisión periódica de los productos distribuidos, con el fin de analizar su evolución y evaluar el grado de adherencia al mercado destinatario definido por el originador e informar a éste sobre las ventas realizadas fuera del mercado destinatario notificándole cualquier decisión que haya tomado al respecto -ya sea vender fuera del mercado destinatario o ampliar la estrategia de distribución recomendada por el productor-.

e) Nuevas responsabilidades del Consejo de Administración

MiFID II establece que el Consejo debe

asumir unas responsabilidades claras en todo el ciclo económico de la entidad y le señala como responsable último del cumplimiento de las obligaciones y normas de conducta exigidos a las entidades. En particular, la Directiva prevé que dentro de las responsabilidades del Consejo esté la aprobación de un sistema de gobierno que garantice una gestión eficaz y prudente, que promueva la integridad del mercado y el interés de los clientes.

Adicionalmente, el Consejo de Administración deberá controlar y evaluar periódicamente la adecuación y la aplicación de las políticas aprobadas y de los objetivos estratégicos de la entidad y tomar las medidas adecuadas para solventar cualquier deficiencia.

6. GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS ENTIDADES

El auge regulatorio de las materias referidas al Gobierno Corporativo obedece a diversas causas:

- Por un lado, el deficiente gobierno corporativo de las entidades financieras ha sido señalado como una de las principales causas de la última crisis financiera, lo que ha llevado, en un intento de mejorar las prácticas empresariales, a la aprobación de abundante legislación, de códigos de buenas prácticas y de guías de aplicación.
- Además, la reiterada preocupación de los legisladores sobre la distancia existente entre el gobierno corporativo de algunas entidades relevantes y las mejores prácticas sectoriales -así como el convencimiento de que se trata de un problema que no solo afecta a la empresa sino que tiene una importancia sistémica- han situado a la gober-



nanza de las entidades en el centro de la regulación y de las prácticas supervisoras.

- Por otra parte, se ha acrecentado la atención del mercado y de otros grupos de interés (*stakeholders*) sobre las prácticas de buen gobierno. Ello ha obligado a que las entidades deban prestar mayor atención –más allá de la regulación y la supervisión– a su gobernanza y tener en cuenta los intereses y expectativas de empleados y directivos, clientes, proveedores, accionistas e inversores y en definitiva al conjunto de la sociedad en la que desarrolla sus actividades, a la hora de definir su estrategia y de dotar de una cultura de comportamiento y funcionamiento a la organización. Conjuguar los logros a corto plazo con la sostenibilidad a largo plazo prestando atención a los intereses de *stakeholders* es un gran reto para las empresas de hoy y del futuro.

Desde el punto de vista de los sujetos afectados, el buen gobierno corporativo ha sido tradicionalmente predicado para las entidades cotizadas, por su visibilidad y su carácter de «públicas». Sin embargo, el paso del tiempo y las circunstancias de mercado han hecho que la exigencia social sobre buenas prácticas empresariales, se haya extendido a todo tipo de entidades, cotizadas o no, así como a sectores supervisados.

Por ello, el análisis de la normativa y de su impacto sobre la industria que se hace en este módulo se refiere a tres tipos de entidades que, de una u otra forma, han sido sometidas a regulación en este ámbito: (i) sociedades de capital, (ii) sociedades cotizadas y entidades de interés público y (iii) entidades financieras.

El trabajo destaca y desarrolla dos puntos fundamentales (i) la composición de los órganos de gobierno de las entidades y (ii) su funcionamiento.

Composición del Consejo de Administración y de sus comisiones

La palabra clave en este capítulo, aquella en la que la legislación y los expertos ponen cada vez mayor énfasis, es idoneidad. Esta exigencia se extiende a todos y cada uno de los miembros del Consejo de administración y de sus comisiones –individualmente– y a todos ellos de forma colegiada.

La idoneidad exige al candidato a ocupar un puesto como vocal de los órganos de gobierno, la debida honorabilidad, ausencia de conflictos de interés, conocimientos y dedicación a sus funciones –en tiempo y en atención–.

En sociedades de cierta dimensión, por su condición de cotizadas o por la relevancia del sector en que desarrollan su actividad, las condiciones de idoneidad «real» individual son más exigentes. Pero cabe preguntarse si dentro de misma organización, la idoneidad individual debe ser idéntica para cualquier miembro del Consejo.

La respuesta –partiendo de unos principios básicos que deben ser comunes a todos los consejeros– es negativa. La responsabilidad de cada vocal requerirá conocimientos, experiencia y dedicación diferentes en función de la posición que ocupe en el Consejo – por ejemplo, consejero coordinador, vicepresidente o secretario– o de que participe en comisiones bien como presidente o como simple miembro de ellas.

También será determinante la tipología de consejero, de modo que su caracterización como ejecutivo o externo –independiente, dominical u otros externos– incide también en el concepto de idoneidad exigida.

En cualquier caso, la diversidad de conocimientos y experiencia, y un adecuado equilibrio entre las diferentes categorías de consejeros, es capital para dotar al Consejo de una composición adecuada para el ejercicio de sus responsabilidades. De hecho la diversidad, en-



tendida en su concepto más amplio, es la idea sobre la que pivota la evaluación de los órganos de gobierno en su conjunto.

Igualmente, es de destacar la creciente importancia de los consejeros independientes en la composición de los órganos de administración hasta convertirlos en un elemento clave de contrapeso de los ejecutivos -en particular cuando el presidente del Consejo es asimismo el primer ejecutivo- y de gran relevancia en la composición de las comisiones.

Adicionalmente, la incorporación de consejeros microdominicales, poco valorada hasta la fecha, comienza a cobrar importancia y aparece como una vía posible de mejora del buen gobierno. Se trataría de consejeros que cumplen las condiciones para ser considerados independientes, salvo en que tienen relación con un accionista significativo. Parece que esta figura comienza a perfilarse en la regulación como una alternativa a los consejeros independientes. Y ello porque éstos pueden llegar a crear, a veces, situaciones de «parálisis por análisis», sin el foco adecuado en el negocio.

Otra cuestión relevante es la formación que las entidades deben ofrecer a su Consejo. La complejidad e intensidad de la regulación y la responsabilidad que asume un consejero requieren un nivel de conocimientos, experiencia y dedicación para el correcto ejercicio de sus funciones que es difícil de alcanzar y de mantener. Por ello, resulta esencial que las entidades establezcan programas de formación e información para familiarizar a sus consejeros, no solo con el sector de actividad en el que se desenvuelve la empresa o sobre las obligaciones y responsabilidades que asume, sino también con la estructura organizativa, control interno, líneas de decisión, gestión de riesgos, cumplimiento, producción, comercialización, etc., de la entidad.

La formación es una obligación y también

un derecho de los consejeros. Las empresas deben implantarla con rigor y dedicar los recursos, tanto económicos como humanos, que sean necesarios para conseguirlo, no orientándola como una cuestión meramente formal sino como parte de su estrategia ya que la elección de los consejeros y su capacitación para enfrentarse a la complicada coyuntura económica y regulatoria es la piedra angular para la consecución de objetivos exitosos.

En resumen, la diversidad en la composición del Consejo y su idoneidad es clave. Por ello, las entidades deben contar con políticas vivas de selección y planes de formación continuos que aseguren en todo momento que la composición de sus órganos de gobierno es la adecuada para hacer frente a los retos del negocio.

Funcionamiento del Consejo

El buen funcionamiento de la estructura del gobierno corporativo de una sociedad requerirá que se produzcan debates de calidad en su seno, en un entorno en el que la independencia de criterio sea el elemento característico. Ello requiere, además de la especialización y formación ya referidas, un buen director (presidente) y unos consejeros que configuren un conjunto armónico que bien conducido consiga la excelencia (idoneidad colectiva).

Y para conseguir un funcionamiento excelente, es imprescindible una buena planificación de las sesiones y del contenido del *orden del día* de cada reunión de modo que se asegure que a lo largo del año los órganos de gobierno -consejo y comisiones- deliberen y resuelvan todos los asuntos que afectan a la sociedad desde el punto de vista regulatorio así como aquellas cuestiones referentes a estrategia, negocio, y control.



Esta es una cuestión de especial importancia en un contexto como el actual donde las entidades financieras deben hacer frente a múltiples cambios regulatorios y el consejo debe asegurarse de su implementación y supervisión. En ocasiones, los consejos se encuentran rebasados o cuasi paralizados por la necesidad de atender a temas formales y regulatorios, restando tiempo al negocio y a la estrategia. Es fundamental, por tanto, organizar y planificar el funcionamiento del consejo y de sus comisiones para evitar colapsos que puedan suponer una merma de la eficiencia.

También es relevante que los vocales del Consejo y de las comisiones dispongan con suficiente antelación, para su estudio y análisis, de la información necesaria -precisa, concisa y completa- para la toma de decisiones sobre los asuntos del *orden del día*. Esta exigencia requiere como contrapartida la debida dedicación de tiempo por parte de los consejeros y una actitud proactiva.

Por último, es una buena práctica, ya frecuente en todas las compañías, contar con un soporte tecnológico que facilite la consulta, estudio y archivo de la información, y sea accesible a los consejeros de forma segura y confidencial.

El trabajo analiza también algunos de los desarrollos regulatorios más destacables y su impacto sobre la industria. Entre otras²¹, destaca por su relevancia, la Directiva de derechos de los accionistas²² que trata de

²¹ Otra regulación analizada en el estudio son (i) la Directiva sobre la divulgación de información no financiera y sobre diversidad y su incorporación al Derecho español por la Ley 11/2018 y (ii) la regulación del gobierno corporativo en las entidades de crédito y en las compañías aseguradoras.

²² Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica

lograr la implicación efectiva y sostenible de los accionistas en el modelo de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, como una vía para mejorar su rendimiento, incluyendo factores medioambientales, sociales y de gestión.

La necesidad de incentivar la implicación a largo plazo de los accionistas, en particular la de los inversores institucionales, ha venido marcando las agendas de organismos internacionales como la OCDE y la CE, desde el inicio de la crisis financiera. Así, los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20 publicados en 2004 fueron revisados en 2015 a la luz de (i) las experiencias extraídas de la crisis, (ii) el aumento de las actividades transfronterizas, (iii) los cambios en el funcionamiento de los mercados de valores y (iv) las consecuencias de una cadena de inversión cada vez más larga y compleja.

El principal objetivo de las revisiones efectuadas fue el reforzamiento de la transparencia y de la participación de los inversores institucionales en el gobierno de las entidades cotizadas; por ejemplo, mediante la difusión de sus políticas en materia de gobierno corporativo y de voto en las Juntas Generales de Accionistas, el establecimiento de un dialogo permanente con la sociedad en la que han invertido o la comunicación sobre el modo en el que se gestionan los conflictos de interés.

Esta Directiva debe ser adoptada por los Estados miembros a más tardar el 10 de junio de 2019. Su transposición al ordenamiento español conllevará una nueva reforma de la Ley de Sociedades de Capital, de la Ley del Mercado de Valores, así como de la normativa específica reguladora de los sectores de seguros y de instituciones de inversión colectiva.

la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas.



7. EL EFECTO DEL BREXIT SOBRE LA UNIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES EN EUROPA

El último trabajo que se incorpora en esta edición del Observatorio se refiere a los efectos de la salida del Reino Unido de la UE -cuya culminación se producirá en fecha muy próxima- sobre el proyecto de UMC.

La crisis financiera puso de manifiesto la extremada dependencia de la financiación empresarial, especialmente de PYMES, respecto a la banca de la Eurozona, de modo que las dificultades sufridas por ésta durante la crisis y su efecto restrictivo sobre el crédito concedido a las empresas multiplicaron sus efectos negativos. El nacimiento de la UMC tuvo como objetivo corregir esta deficiencia, no ya tratando de sustituir la financiación bancaria por otras alternativas sino más bien de complementarla, diversificando las fuentes posibles de financiación para las empresas europeas.

No cabe duda de que una parte de los problemas que está teniendo la iniciativa es la escasa predisposición de los Estados miembros a avanzar en la remoción de los obstáculos para el desarrollo de un mercado de capitales integrado (muchos de ellos de índole fiscal) a los que ha venido a sumarse, lamentablemente, un conjunto de iniciativas nacionales de alcance diverso; entre otras, la de someter a tributación las transacciones en los mercados de capitales sin que exista una mínima armonización europea en la materia.

Y cuando solo han transcurrido cuatro años desde que la CE puso en marcha su Plan de acción para alcanzar la UMC, se produce la salida de la UE del país que cuenta con el mercado de capitales más importante, con un funcionamiento realmente eficaz del que se ha venido beneficiando el conjunto de la UE. A modo de ejemplo, a día de hoy, prácticamente el noventa por ciento de las transac-

ciones de derivados en euros son liquidadas en las *clearing houses* británicas, según cálculos del propio Gobierno británico; y el volumen de las transacciones diarias que se producen en esas cámaras asciende a unos mil billones de dólares.

El *Brexit* implicará, muy probablemente, la imposibilidad de mantener las importantes infraestructuras de contratación y negociación del Reino Unido como parte integrante de la UMC. La principal razón es que las autoridades europeas, incluidas el BCE, han venido afirmando que la negociación de instrumentos financieros denominados en euros no debería producirse fuera del territorio de la Unión. Esto quiere decir que todos los problemas diagnosticados respecto de la insuficiencia del desarrollo de los mercados de capitales en la UE se agravarían considerablemente con el *Brexit*.

Las soluciones propuestas para evitar este desenlace han ido en la línea de que las autoridades supervisoras de los mercados europeos, y particularmente ESMA, extendieran sus actividades de supervisión a aquellas infraestructuras de mercado británicas que pudieran tener un carácter sistémico respecto de los instrumentos derivados en euros, por su interrelación con las instituciones europeas. Si ello fuera aceptado, y dependiendo de los términos en que se cierren los acuerdos finalmente adoptados, podría permitirse que esas infraestructuras continuaran siendo utilizadas por las instituciones europeas.

Sin perjuicio de que la posibilidad mencionada en el párrafo anterior pudiera materializarse, la activación formal del artículo 50 del Tratado realizada por el Reino Unido el pasado día 29 de marzo de 2017 es, sin duda, uno de los momentos más graves en la historia de la UE. Salvo que el Reino Unido mantuviera finalmente su condición de miembro de pleno derecho de la UE (lo que a día de



hoy no parece demasiado probable) o que, a través de algún tipo de acuerdo de asociación lograra una situación de cierta equivalencia jurídica, el efecto de todo lo anterior sobre la UMC puede llegar a ser muy importante. No se puede afirmar que quede herida de muerte en el caso de un *Brexit* «duro» pero, tanto en términos cuantitativos como cualitativos, la UMC perderá una pieza fundamental sin la que seguramente ya nada será igual:

- Por un lado, porque al perder la UE su mercado de capitales más relevante, la UMC quedaría debilitada -cuantitativa y cualitativamente- por definición. Sencillamente, las empresas europeas tendrían un acceso más complejo a un mercado en el que de otro modo hubieran podido operar con un volumen de operaciones y una tipología de inversores muy superior a la que está disponible en el resto de la UE.
- Además, porque el Reino Unido ha sido un impulsor decidido de la iniciativa de la UMC y de cuantas normas y medidas han tratado de mejorar y hacer más eficiente el mercado de capitales en la UE y su ausencia será sentida.
- Y por último, porque la merma de capacidad operativa que la salida del Reino Unido representa para el mercado integrado de capitales demandaría que los restantes Estados miembros adoptasen una actitud mucho más proactiva respecto de la iniciativa de la UMC para robustecer estos mercados como fuente alternativa de financiación para las empresas europeas. En todo caso, esta alternativa requeriría un compromiso político que resulta especialmente complejo habida cuenta de la situación actual en la que se encuentran las instituciones europeas y los Estados miembros.

No son tiempos, los actuales, proclives a la europeización y a la cesión adicional de competencias a la CE pero es imprescindible para alcanzar el objetivo de que Europa sea un actor distinguido en la economía y en los mercados financieros globales avanzar por el camino de la integración y la cooperación, ya sea a través de un fortalecimiento competencial de las autoridades europeas o de la potenciación de los instrumentos de coordinación y cooperación entre las autoridades de los Estados miembros.

En este sentido, el debate que se ha producido respecto del posible fortalecimiento de las competencias de ESMA, sin perjuicio de reconocer que tal vez no es la única ni la mejor vía para avanzar hacia la UMC, no deja de sembrar dudas, en ausencia de otras alternativas de similar voluntad integradora, sobre la auténtica disposición de los Estados a la creación de esa UMC.

En el mundo de los servicios financieros y de los mercados de capitales, la única oportunidad de competir de los europeos pasa por una mayor integración y cooperación y no por una renacionalización de las posturas y las instituciones.

8. CONCLUSIONES

Esta edición del Observatorio referida al año 2018 se ha desarrollado en un entorno de incertidumbre y ralentización de los avances en la integración europea en el que la regulación tampoco ha ofrecido grandes progresos.

La que ha sido la gran estrella del proceso en años anteriores, la Unión Bancaria, no ha culminado, como tantas voces reclaman, en la creación de un sistema de garantía de depósitos potente, con respaldo común y mutualizado. Tampoco el proyecto de UMC, vital para



ofrecer alternativas de financiación al tejido empresarial europeo principalmente compuesto por pequeñas y medianas empresas, avanza al ritmo previsto. Su horizonte temporal se plantea a largo plazo. Mientras tanto, el 86 % de la nueva financiación de las sociedades europeas en 2017 procede de los bancos y solo el 14 % de los mercados de capitales, lo que denota el largo camino que aún queda por recorrer.

En este contexto, las principales conclusiones alcanzadas en el trabajo realizado en los diferentes módulos en que se ha sistematizado este año el Observatorio son:

8.1. MERCADOS SECUNDARIOS

- 1) La regulación de los mercados secundarios de instrumentos financieros está transformando la estructura de la negociación, e indirectamente de la industria, de forma muy significativa en estos últimos años, con efectos claramente positivos sobre la transparencia y la ordenación de los mercados. Junto a ello, la finalidad de una mejor gestión del riesgo en el ámbito de la post contratación, particularmente respecto a los derivados OTC, y la armonización europea en este ámbito, también son positivas.
- 2) Sin embargo, las reformas introducidas no están siendo neutras en cuanto al perfil de la industria que promueven, principalmente porque están ocasionando variaciones importantes sobre la estructura de ingresos y costes de las entidades y propiciando la necesidad de contar con grandes capacidades tecnológicas para cumplir con las obligaciones regulatorias o, al menos, con la interpretación práctica que de ellas se está haciendo. Ello produce algunos efectos no inicialmente previstos.
- 3) La aplicación del principio de mejor ejecución (*Best Execution*), cuya interpretación práctica más extendida entre los inversores profesionales se ha centrado en la eliminación, o reducción, del riesgo de variación del precio de ejecución, está excluyendo a los intermediarios medianos y pequeños, y adicionalmente, propiciando que las órdenes se ejecuten en modalidades no convencionales que no ofrecen una negociación continua ni transparencia de posiciones en tiempo real.
- 4) El tratamiento del análisis como incentivo, con la obligación de facturar separadamente la intermediación del análisis (*Unbundling*), está ocasionando una reducción importante de la cantidad destinada por las gestoras al análisis para poder salvaguardar su viabilidad económica. A su vez, los propios proveedores de análisis están reduciendo sus equipos y también el universo de compañías analizadas, lo que podría favorecer una concentración en este sector.

Las principales consecuencias previsibles de este escenario son (i) una mayor dificultad de acceso a la financiación bursátil de compañías pequeñas y medianas y (ii) la reducción de la liquidez en su cotización debido a la falta de cobertura por analistas independientes.

Estos efectos, resultan difícilmente compatibles con una de las finalidades más relevantes de la UMC como es la de procurar una mayor financiación a las pequeñas y medianas empresas a través del mercado de capitales.
- 5) En general, no se percibe que las diferentes reformas estén implicando una reducción de costes para la industria, sino más bien, lo contrario. Además, la



reducción de competencia puede implicar la evolución a una concentración de intermediarios.

- 6) Así, en renta variable, la multiplicidad de centros de negociación supone un significativo aumento de costes operativos que tiene mayor impacto sobre los operadores de tamaño mediano y pequeño. Esta realidad propicia su agrupación.
- 7) En los mercados de renta fija se aprecia una mayor tendencia a negociación por medios electrónicos que permiten el acceso a diferentes fuentes de liquidez así como una propensión a la concentración de intermediarios ante la reducción de rentabilidad que implica la transparencia de costes explícitos e implícitos y el incremento de costes que supone la dedicación a temas de cumplimiento complejos.

Por otro lado, el régimen de transparencia aún precisa mejoras en la contribución y disponibilidad de datos, si bien ello no está afectando en términos reales, a la negociación de los valores más líquidos.

- 8) En los mercados de derivados el coste de adaptación a MiFID II/MIFIR ha sido alto, para todas las infraestructuras, mercados, entidades y autoridades. Como consecuencia hay menos competencia y ésta se empieza a concentrar en compañías de mayor tamaño. Por otro lado, la compensación en CCP es valorada positivamente, aun cuando supone un incremento de costes.

8.2. PROTECCIÓN DEL INVERSOR

- 9) La prohibición del cobro y pago de incentivos en los servicios de gestión discrecional de carteras ha obligado a las

entidades a redefinir el patrón de ingresos generados por este servicio y a modificar su forma de actuar, desarrollando modelos con menores costes -como carteras de gestión industrializada- o emitiendo clases de fondos «limpias» que no prevén el pago de incentivos.

- 10) Pocas entidades han evolucionado sus modelos de asesoramiento a la figura de «independiente». La gran mayoría de las entidades ha optado por el asesoramiento no independiente, en el que la recepción de incentivos está permitida pero sujeta al cumplimiento de varios requisitos. Entre ellos la justificación de que su cobro supone un aumento de la calidad del servicio prestado al cliente.
- 11) En banca privada el impacto de la nueva normativa para las entidades no ha sido elevado puesto que sus modelos de negocio ya se ajustan en su mayoría a los nuevos requerimientos de MiFID II para el cobro de incentivos, si bien no se ha producido el esperado salto en estos segmentos al asesoramiento independiente.
- 12) En banca comercial, las entidades, principalmente las pertenecientes a grupos financieros, han debido revisar en profundidad sus esquemas de distribución siguiendo, básicamente, dos caminos: (i) asesoramiento simplificado que se concreta en la realización de recomendaciones sobre un producto y para una inversión concreta y (ii) la implantación de plataformas *on-line* en las que se da acceso también a productos de terceros.
- 13) La nueva exigencia de que las personas que prestan el servicio de asesoramiento o proporcionan información a los clientes dispongan de los conocimientos y las



competencias necesarios para cumplir sus obligaciones ha tenido un impacto relevante en las entidades tanto desde un punto de vista organizativo como económico, tanto en los segmentos de banca privada como en banca comercial.

- 14) Los requerimientos de MiFID II sobre gobernanza de productos y en particular la identificación del mercado objetivo, que tanto los originadores de productos como los distribuidores deben cumplir, junto con las exigencias de que el originador supervise y evalúe el grado de adherencia al mercado destinatario seguido por el distribuidor, tiene un gran impacto en las políticas de creación de nuevos productos y en los modelos de comercialización.

8.3. GOBIERNO CORPORATIVO

- 15) El seguimiento de las prácticas de las entidades en materia de gobernanza ha sido adoptado por las autoridades supervisoras como un estándar de vigilancia en diversos sectores, tales como el bancario, de servicios de inversión y de seguros, lo que tiene especial incidencia en la organización, estructura, diversidad e idoneidad -individual y colectiva- de sus Consejos.
- 16) La composición del Consejo y de sus comisiones y el funcionamiento práctico de sus sesiones, la calidad de la información provista a los consejeros y la anticipación con que ésta se facilita, los planes de formación, los procedimientos de selección y evaluación, son los temas de mayor calado e impacto para las sociedades de capital, cotizadas o no, y para las entidades financieras.

- 17) En general, existe margen de mejora en las evaluaciones del consejo. En la actualidad son en exceso indulgentes y podrían ser más operativas. Para ello es aconsejable que las evaluaciones de carácter externo se realicen por un consultor especializado en gobierno corporativo, que sea conocedor de la regulación financiera y de las expectativas específicas del supervisor bancario.
- 18) La incorporación de consejeros microdominicales, poco valorada hasta la fecha comienza a cobrar importancia y entendemos que es una vía posible de mejora del buen gobierno. Y ello porque los consejeros independientes, sobre todo en mayoría que puede llegar a crear, a veces, situaciones de «parálisis por análisis», sin el foco adecuado en el negocio.
- 19) La Directiva de derechos de los accionistas que trata de lograr la implicación efectiva y sostenible de los accionistas, principalmente institucionales, en el modelo de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, deberá ser transpuesta al ordenamiento español antes del 10 de junio de 2019 y conllevará una nueva reforma global que requerirá la modificación de la Ley de Sociedades de Capital, de la Ley del Mercado de Valores, así como de la normativa específica reguladora de los sectores de seguros y de instituciones de inversión colectiva.

8.4. EL BREXIT

- 20) El Reino Unido ha sido un impulsor decidido de la iniciativa de la UMC y de cuantas normas y medidas han tra-



tado de mejorar y hacer más eficiente el mercado de capitales en la UE y su ausencia será sentida.

- 21) Por un lado, el Brexit implicará, muy probablemente, la imposibilidad de mantener las importantes infraestructuras de contratación y negociación establecidas en el Reino Unido como parte integrante de la UMC. La principal razón es que las autoridades europeas han venido afirmando que la negociación de instrumentos financieros denominados en euros no debería producirse fuera del territorio de la UE.
- 22) Por otro lado, la pérdida de la condición de miembro de la UE del, hasta ahora, su mercado de capitales más relevante, debilitará la UMC -cuantitativa

y cualitativamente-, y hará que las empresas europeas tengan un acceso más complejo a un mercado cuyo volumen de operaciones y tipología de inversores es muy superior al que está disponible en el resto de la UE.

- 23) Esta merma de capacidad operativa para el mercado integrado de capitales, demandará de los restantes Estados miembros una actitud más proactiva respecto de la UMC para robustecer los mercados de capitales como fuente alternativa de financiación para las empresas europeas. En todo caso, ello requeriría un compromiso político que resulta especialmente complejo habida cuenta de la situación actual en la que se encuentran las instituciones y los Estados europeos.



ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN DE IMPLEMENTACIÓN DE LAS REFORMAS EN LA REGULACIÓN DE LA UNIÓN EUROPEA DE LOS MERCADOS SECUNDARIOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Coordinado por: **IGNACIO SANTILLÁN**

Director General del FOGAIN

El presente trabajo ha sido desarrollado con las aportaciones de un Grupo de Consulta formado por profesionales con diferentes perfiles y con responsabilidades en diferentes ámbitos de los mercados secundarios de valores. Por tanto, refleja tanto las consideraciones y aproximaciones comunes del Grupo como aquellas específicas de la actividad desarrollada por cada uno de ellos.

Lo expresado en este trabajo no representa la opinión de las entidades para las que estos profesionales trabajan.

El Grupo de Consulta estuvo formado por Raúl Navarro Lozano, CNMV; Rafael Bunzl, Grupo CIMD; Domingo García Coto, BME; Adolfo Ximénez de Embún, Alantra; Víctor Colino Blasco, Grupo Santander; Alfredo Oñoro, Cecabank; Santiago Domingo, Solventis; Georgina Sierra, Solventis; Alfredo Jiménez, FEF.

1. INTRODUCCIÓN

Los mercados secundarios de instrumentos financieros han sido objeto de atención por

los reguladores de la Unión Europea desde hace años.

En el año 1993, se aprobó la Directiva de Servicios de Inversión (Directiva 93/22/CE) que se centraba fundamentalmente en establecer un régimen general de las empresas de servicios de inversión y los servicios que éstas prestaban. Esta Directiva fue revisada para su actualización unos años después. Por entonces se trataba de evolucionar hacia una DSI (II), es decir, una Directiva de Servicios de Inversión (II).

Dentro de aquel proceso de revisión, ya se puso de manifiesto que nuevas realidades en los mercados de instrumentos financieros precisaban atención regulatoria. En concreto, la aparición de sistemas alternativos de negociación carentes de regulación, o las novedades en el ámbito del post-trading eran elementos a tomar en consideración, desde el punto de vista regulatorio.

El resultado de todo este proceso fue la aprobación finalmente, de una Directiva de mercados en lugar de una Directiva de servicios - aun cuando los servicios de inversión y



las empresas de Servicios de Inversión (ESI) continuaron siendo objeto de regulación, y mucho más extensa, en ella – la denominada MIFID (Directiva 2004/39/UE).

MIFID, desde el punto de vista de regulación de mercados, recogió las prácticas existentes, con la finalidad de someter los nuevos sistemas de negociación a determinadas obligaciones de transparencia. A tal efecto, se regula la figura de los Mercados Regulados (MR), los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) y los Internalizadores Sistemáticos (IS).

La ruptura del principio de concentración para la negociación de acciones, que supuso MIFID, se completó con el principio de mejor ejecución que tenía una triple vertiente. Por un lado, procurar limitar, en lo posible, que la fragmentación de la liquidez en varios centros de negociación, implicase una fragmentación de mercado, por otro, ofrecer a los inversores mecanismos de búsqueda de las mejores condiciones de ejecución, dentro de los diferentes centros de negociación, y por último, se perseguía también, una mayor eficiencia en los centros de negociación, a través de la competencia entre ellos.

Desde entonces, son muchas y muy relevantes las novedades en la regulación de los mercados secundarios de instrumentos financieros en la Unión Europea.

Si bien sin duda, las más relevantes son las introducidas por EMIR en el ámbito del *post-trading* y MIFID II/MIFIR (cuerpo normativo compuesto por la Directiva 2014/65/UE, el Reglamento 600/2014/UE y numerosa normativa delegada y de implementación) en el ámbito de la negociación, el objeto de este Módulo de Mercados Secundarios del Observatorio es identificar cuáles de ellas están teniendo unos mayores efectos sobre el funcionamiento de los mercados secundarios, si su implantación -dentro del poco tiempo

transcurrido respecto de algunas regulaciones- está planteado efectos beneficiosos o, en algún caso, indeseados, y en general, hacer un análisis crítico de la situación actual, bajo estas nuevas regulaciones.

Dado el poco tiempo transcurrido, el alcance del presente trabajo pretende ser más cualitativo -exponiendo las consecuencias de las reformas regulatorias que el Grupo de Consulta percibe a día de hoy- que cuantitativo.

2. LÍNEAS DE REGULACIÓN DE LOS MERCADOS SECUNDARIOS EN LA UNIÓN EUROPEA

2.1. APROXIMACIÓN GENERAL

En la evolución de la regulación dentro de la UE de los mercados secundarios de instrumentos financieros, podemos apreciar que las medidas concretas provienen de diferentes procesos de evolución o respuesta regulatoria. Si bien estas clasificaciones son siempre incompletas o inexactas, en líneas generales, se pueden identificar los siguientes procesos de evolución o respuesta regulatoria:

1.- Medidas regulatorias provenientes de una natural evolución de la regulación preexistente (MIFID), como consecuencia de imperfecciones, áreas sin regular, o potenciales mejoras identificadas en ella. Entre ellas podemos destacar (i) la mejora en los niveles de transparencia en los mercados de renta variable, (ii) la creación de la nueva figura de los OTF (iii) la evolución del principio de mejor ejecución (*Best Execution*), (iv) la evolución en la regulación de los Internalizadores Sistemáticos, (v) la evolución del mecanismo de notificación de operaciones a las autoridades, conocido como «reporte de transacciones»



(*Transaction Reporting*) y (vi) la extensión de la regulación a un mayor número de instrumentos.

También se pueden encuadrar en este ámbito la evolución de la normativa sobre Abuso de Mercado, contenida en el Reglamento 596/2014 (MAR), en la Directiva 2014/57/UE y en normativa de desarrollo de Segundo Nivel.

2.- Medidas que vienen a atender nuevas operativas, o cuestiones surgidas en relación con la ordenada negociación en los mercados, o vienen a atender algunos ámbitos no regulados previamente a nivel de la UE. En concreto, podemos incluir en esta línea regulatoria:

- (i) la regulación de la negociación algorítmica y la negociación de alta frecuencia (*High Frequency Trading* o HFT), sometiendo tanto a los intermediarios que las utilicen o permitan utilizarla a sus clientes, como a los centros de negociación, a medidas organizativas y de control específicas.
- (ii) la regulación del acceso directo al mercado (DEA), sometiendo asimismo a los intermediarios que ofrezcan el acceso directo al mercado a sus clientes a responsabilidad y control.
- (iii) la regulación de las ventas en corto y posiciones cortas, donde el Reglamento 236/2012/UE y normativa delegada, establecen medidas de cobertura de las primeras, y de transparencia y limitación en algunos casos de las segundas, cuando se trata de acciones. Asimismo, también somete a transparencia y limitaciones operativas a los derivados de crédito sobre Deuda Pública.
- (iv) la regulación de los índices de referencia o *benchmarks*, mediante el Reglamento 2016/1011.

(v) el otorgamiento de mayores niveles de transparencia, entre otras, a las operaciones repo y préstamo, denominadas *Securities Financing Transaction*, mediante el Reglamento 2015/2365.

3.- Medidas de protección de los inversores, que tienen efectos indirectos sustanciales en los mercados secundarios. En concreto, entre las medidas destinadas a incrementar la protección de los inversores que tienen efectos palpables en la estructura y operativa de los mercados secundarios, podemos identificar (i) la consideración en MIFID II de los informes de análisis como incentivo y la obligación para los intermediarios de cobrarlos, en su caso, de forma separada de la comisión de intermediación y (ii) ya mencionado anteriormente, la evolución del principio de mejor ejecución (*Best Execution*), dentro del mismo cuerpo normativo de MIFID II/MIFIR. Esta evolución se centra, en concreto, en exigir a las entidades medidas «suficientes» en lugar de «razonables» para alcanzar la mejor ejecución, lo que supone un plus de diligencia y actuación por parte de las entidades al respecto, y su aplicación consistente y sistemática.

4.- Específicas medidas en el ámbito del post-trading. En este ámbito, tradicionalmente no regulado a nivel de la UE, también la reacción regulatoria a la crisis ha traído algunas medidas regulatorias relevantes. Así, la regulación de las Cámaras de Contrapartida Central (en el Reglamento 648/2012, denominado European Market Infrastructure Regulation o EMIR), de los Depositarios Centrales de Valores (en el Reglamento 909/2014) y, aun cuando no se trata de una medida regulatoria en sí, pero tiene muy señaladas implicaciones, la puesta en funcionamiento de Target2Securities por el Banco Central Europeo, como sistema único de liquidación a nivel de la UE.



En post trading, queda por desarrollar a nivel de la UE, la actividad de registro de valores. En este específico ámbito, a sucesivos trabajos de la Comisión Europea y de grupos *ad hoc* entre los años 2006 y 2011, le ha seguido una Comunicación de Comisión Europea de 12 de marzo de 2018, sobre la ley aplicable a los efectos sobre la propiedad en las transferencias de valores negociables.

5.- Medidas de reacción a las crisis vividas, desde el ejercicio 2008. Se trata de un cuerpo normativo muy relevante y llamado a tener una mayor influencia en los mercados secundarios. Una reacción inmediata lo supusieron las regulaciones - ya mencionadas - de las ventas en corto de derivados de crédito sobre Deuda Pública y de la obligación de compensación de derivados OTC en CCP. Sin embargo, la pieza normativa más relevante, también en este ámbito, es la denominada en su conjunto MIFID II/MIFIR.

Esta regulación modifica tanto la estructura, como la operativa, el nivel de transparencia e, indirectamente, los operadores de los mercados secundarios.

Supone una muy importante modificación de las estructuras de negociación y el régimen de transparencia en la renta fija, del régimen de negociación y transparencia en renta variable, y de la transparencia y gestión del riesgo operacional y de crédito respecto de los mercados de derivados.

Se regulan, asimismo, los instrumentos de promoción y facilitación de la transparencia a nivel de la UE. Así, se crea la figura de los Agentes de Publicación Autorizados (APA) y los Proveedores de Información Consolidada (PIC) y se regula la ya existente con MIFID, de los Sistemas de Información Autorizados (SIA).

Procede mencionar siquiera enunciativamente, cuáles son esas medidas, cuyo análisis crítico se desarrolla por el Grupo de Consulta a continuación.

2.2. REFORMAS MÁS RELEVANTES

Como se ha señalado, las reformas afectan a todos los mercados secundarios, tanto de renta variable, como de renta fija y de derivados.

2.2.1. REFORMAS TRANSVERSALES.

Algunas de las reformas pueden calificarse de transversales al no ser específicas de uno u otro tipo de instrumentos financieros, aun cuando afectan a todos, y forman parte esencial de la nueva regulación. Se trataría de:

- El nuevo perfil de los Internalizadores Sistemáticos (IS), figura ya regulada en MIFID, pero que evoluciona sensiblemente. Con la nueva regulación, son IS aquellas empresas de servicios de inversión que de forma «organizada, frecuente, sistemática y sustancial» negocian por cuenta propia mediante la ejecución de órdenes de clientes sin acudir al mercado.

Este concepto se aplica, en principio, a nivel de ISIN y la condición de IS se adquiere, bien por negociar un porcentaje determinado sobre el total negociado a nivel de la UE de un instrumento financiero concreto (adquisición de la condición de IS obligatoria), o bien voluntariamente.

Estos IS se someten a muy detalladas medidas de transparencia tanto pre como post-negociación dependiendo de los diferentes tipos de instrumentos financieros y de su nivel de liquidez, que también calcula ESMA.

Por otro lado, ESMA mantiene un fichero de instrumentos financieros y su negociación a nivel de la UE (denominado *Financial Instruments Reference Database*



o FIRDS) que debe servir de referencia para la realización de los cálculos que permitan a las empresas de servicios de inversión conocer cuándo superan los correspondientes porcentajes de negociación contra la cuenta propia, que los convierten en IS.

- La nueva figura de los Sistemas Organizados de Negociación o SOC (*Organised Trading Facilities* u OTF). Esta figura trata de captar determinadas operativas de cruce de operaciones donde el gestor del sistema mantiene un nivel de discrecionalidad en la ejecución de las mismas, lo que lo hacía caer fuera del concepto de Sistema Multilateral de Negociación (SMN) de MIFID. Constituyen una nueva figura de sistema organizado de negociación (*trading venue*), para Renta Fija o para Derivados, pero no para acciones ni valores asimilados.
- Las figuras de Proveedores de Datos, incluyendo los Agentes de Publicación Autorizados (APA), que reúnen y publican los datos que las empresas de servicios de inversión les remiten sobre operaciones realizadas; los Proveedores de Información Consolidada (PIC) figura que se dedicará a consolidar los datos a nivel de la UE en términos comerciales; y los Sistemas de Información Autorizados (SIA) que servirán a las empresas de servicios de inversión en su comunicación de operaciones al supervisor, el denominado *Transaction Reporting*.
- El papel que juega ESMA en la recepción y tratamiento de datos e información es muy relevante para permitir el funcionamiento efectivo de la nueva regulación. Así, junto al ya mencionado FIRDS, ESMA también debe realizar los cálculos que permitirán a las entidades aplicar adecuadamente el régimen de *waivers* o

exenciones de transparencia, basados ya sea en la condición de líquido o ilíquido de un instrumento financiero a nivel de la UE, o en el tamaño de la orden sobre el tamaño medio del mercado (*Large in Scale* o LIS) o sobre el propio instrumento financiero concreto (*Size Specific To the Instrument* o SSTI).

Asimismo, corresponde a ESMA realizar los cálculos precisos a efectos de la determinación del tamaño mínimo de variación de precios (*tick size*) para valores de renta variable, (aspecto que veremos más adelante).

Estas funcionalidades, las desarrolla ESMA mediante el sistema denominado *Financial Instruments Transparency Systems* (FITRS).

Estos sistemas se alimentan con los datos proporcionados por los centros de negociación y las APA.

2.2.2. REFORMAS ESPECÍFICAS POR TIPO DE INSTRUMENTO FINANCIERO

Mercados de Renta Variable

Los aspectos más sobresalientes de la nueva regulación en MIFID II/MIFIR de los mercados de renta variable, son:

- La obligación de ejecutar las operaciones sobre acciones y valores asimilados (a estos efectos, MIFID II da un tratamiento similar a las acciones, a los certificados de depósito (ADR), los fondos cotizados (ETF) y otros instrumentos financieros similares) en un centro de negociación (Mercado Regulado o Sistema Multilateral de Negociación) o en Internalizadores Sistemáticos, excepto cuando se trate de operaciones no sistemáticas, ad



hoc, ocasionales, o en aquellas operaciones entre contrapartes elegibles que no contribuyen al proceso de formación de precios.

- La regulación específica para el cálculo y aplicación de la variación mínima de cotización (Tick Size) en los MR y SMN. Esta regulación no se aplica en el caso de los IS, lo cual ha llevado a ESMA a promover una modificación normativa orientada a conseguir que sí les aplique.
- Se establece un régimen de excepción a la obligación de pre-transparencia, o en su caso, de diferimiento de información en post-trading vinculado al tamaño de las operaciones, como se ha señalado más arriba, para operaciones que por su naturaleza lo justifiquen. Sin embargo, para evitar que haya un volumen significativo de operativa que no contribuya al proceso de formación de precios y que estas excepciones sean un mecanismo que acabe restando transparencia al mercado, se establece un criterio de doble volumen (Double Volume Cap) limitativo para cuando el volumen de las operaciones que se acogen a esta excepción superan en un mercado el 4% del total negociado en un valor en los últimos 12 meses, o bien supera el 8% del total negociado a nivel de la UE en un valor en esos últimos 12 meses.
- A estas medidas específicas, debe sumarse la ya mencionada evolución del principio de mejor ejecución, más riguroso en su definición e interpretación y sus exigencias, y que tiene una fuerte implicación en los mercados de renta variable.
- Por último, el nuevo régimen que MIFID II establece para los informes de análisis (research), al calificarlos como incentivos y obligar a su desglose en la facturación de los brokers a sus clientes, desli-

gando el pago de comisiones por análisis del de comisiones por ejecución.

Mercados de Renta Fija

En los mercados de Renta Fija la negociación ha sido tradicionalmente bilateral y el régimen consecuente de transparencia ha sido diferente del de los mercados de renta variable.

Las medidas de MIFID II/MIFIR vienen a tratar de incrementar el nivel de transparencia, tanto pre como post contractual para estos mercados.

A tal finalidad se orienta el movimiento de la negociación hacia Mercados Regulados, Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN), Internalizadores Sistemáticos (IS) y Sistemas Organizados de Contratación (SOC). A ello pretenden ayudar también, las nuevas facilidades de las plataformas electrónicas y la simplificación del régimen de reporte de operaciones para las operaciones hechas en mercados o internalizadores.

En el caso de los Internalizadores Sistemáticos, cuando una empresa de servicios de inversión negocie contra su cuenta propia más de un porcentaje dado de un valor, se convierte en IS para ese valor- o para toda la clase de valores del mismo emisor- y a partir de ese momento, está sometida a obligaciones específicas de transparencia tanto pre como post contratación, dependiendo de la liquidez del valor y del tamaño de la operación.

Por tanto, si bien el principio de ejecución de las operaciones en centros de negociación en sistemas organizados de negociación o en un IS no es tan estricto como el ámbito de la renta variable, en la práctica, la reforma supone llevar la negociación de la Renta Fija a entornos de negociación organizada y con altos niveles de transparencia.



En conjunto, estas medidas suponen, sin duda, una alteración muy significativa del panorama de la negociación en los mercados secundarios de Renta Fija.

Mercados de Derivados

La reacción regulatoria en el ámbito de los Derivados, y específicamente, de los Derivados OTC, se produce a nivel de la UE de forma rápida, tras la crisis de 2008, aun cuando el último eslabón se contiene en MIFID II/MIFIR.

Los reguladores ponen el punto de mira en los Derivados OTC. Así, el reglamento EMIR establece ya en 2012 la obligación para algunos derivados OTC de ser compensados en cámaras de contrapartida central (CCP) como instrumento de gestión del riesgo operacional y de crédito.

Para aquellos derivados que no sean compensados se establecen medidas específicas de gestión de ambos riesgos.

En desarrollo de esta previsión normativa, el Reglamento Delegado 2017/582 establece los requisitos específicos al respecto, delegando en ESMA la identificación de cuáles deben efectivamente compensarse en una CCP. En ejecución de esta previsión, ESMA ya decidió que determinados *Interest Rate Swaps* y *Credit Default Swaps* sobre índices fuesen obligadamente compensados en tanto no se ha tomado decisión alguna respecto de derivados sobre moneda o sobre *equity*.

Por otro lado, el propio Reglamento EMIR estableció que todos los derivados deben ser comunicados a una nueva figura que dicho Reglamento crea, los Repositorios de Operaciones (*Trade Repositories*), de forma que los supervisores puedan tener acceso a las posiciones abiertas por las entidades y conocer mejor, de esta manera, sus posiciones de riesgo.

La novedad que aporta MIFID II/MIFIR es

incorporar los productos derivados a la regulación de mercados.

Uno de los objetivos de la nueva regulación es la transparencia para la consecución de la protección del inversor. Esta transparencia ya se venía cumpliendo términos generales, en los Mercados Organizados de derivados, aunque ha habido que ampliarla a nuevos requisitos. Lo reseñable ha sido la extensión de los requisitos de transparencia a los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN o MTF por sus siglas en inglés) y a los nuevos Sistemas Organizados de Contratación (SOC u OTF por sus siglas en inglés)

El regulador ha dado gran relevancia a la figura de Creador de Mercado, buscando compromisos como proveedores de liquidez.

Dentro de las novedades, destaca el establecimiento de la obligación de que se negocien en centros de negociación los derivados OTC que sean más estandarizados y que cumplan determinadas condiciones de liquidez y negociación.

En desarrollo de esta previsión, el Reglamento 2016/2020 establece los criterios concretos, que ESMA debe aplicar. ESMA, así, ha decidido que determinados *Interest Rate Swaps*, así como los *IndexCDS* y los *iTraxx Europe Main* y *iTraxx Europe Crossover* sean obligadamente negociados en centros de negociación.

En cuanto a los derivados sobre materias primas, dado en algunos casos la importancia del subyacente -recursos vitales para el funcionamiento de las economías, como electricidad, gas natural- la nueva regulación establece unos límites a las posiciones tanto en mercados regulados como en OTC.

En el conjunto de la regulación europea no solo estas normas afectan a los derivados, también otras regulaciones tales como PRIIPS o el nuevo régimen de solvencia de las Empresas de Servicios de Inversión. Esta última, puede afectar a su capacidad operativa en estos mer-



cados, y, consecuentemente, a la liquidez de los mismos, dado que hay ESI que son muy activas en la provisión de liquidez. Es esta una cuestión a la que debe prestarse atención en el futuro.

3. ANÁLISIS CRÍTICO DE LA IMPLEMENTACIÓN DE LA NUEVA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS SECUNDARIOS EN LA UNIÓN EUROPEA

A la vista de todo lo anterior, una primera idea clara es que el panorama de la regulación de los mercados secundarios de instrumentos financieros se ha transformado de forma muy significativa.

Muchas son las piezas de regulación que han ido perfilando el panorama actual. La más significativa de las cuales – aunque no la única- es MIFID II/MIFIR, complejo cuerpo normativo formado por una Directiva y un Reglamento de primer nivel, numerosos Reglamentos y una Directiva de segundo nivel, y documentos de preguntas y respuestas de ESMA.

Como ya hemos señalado, la finalidad de esta normativa es la de modificar determinadas estructuras de negociación, tanto en renta fija, como renta variable y derivados, de forma que se produzca un incremento de la transparencia del mercado y en la negociación ordenada de los mismos, al tiempo que se incrementa el nivel de información de los supervisores, en su labor de supervisión de la operativa en los mercados.

La implementación de estas medidas ha requerido, y aún requiere, un importantísimo esfuerzo por parte de las entidades intermedias, los centros de negociación y los supervisores y señaladamente, dentro de éstos, en el marco de ESMA donde se coordinan las posiciones y actuaciones, y se producen los crite-

rios de aplicación de Nivel 3, vía documentos de Preguntas y Respuestas.

Las consecuencias de su aplicación - si bien aún es pronto para su medición y evaluación completa - sí permiten un análisis preliminar. Veamos.

3.1. VALORACIÓN GENERAL INICIAL.

- La valoración de las finalidades declaradas de la reforma de MIFID II/MIFIR, de incremento de la transparencia y de la ordenación de los mercados, llevando la negociación a centros de negociación, con mayores niveles de transparencia, es claramente positiva. Es difícil no compartir estos objetivos.

Junto a ello, la finalidad de una mejor gestión del riesgo en el ámbito del post trading, particularmente respecto de los derivados OTC y una armonización europea en este ámbito, también se consideran positivas.

Todo ello sin perjuicio de que, como se expone en las consideraciones siguientes, las consecuencias que ha traído la implantación de estas normativas no están siendo solo la consecución de tales objetivos.

- Se trata de una reforma compleja de implementar y que tiene amplísimas implicaciones en el mercado y sus operadores. Ha requerido de un esfuerzo y costes significativos para todos los involucrados: mercados, infraestructuras, entidades, gestores, inversores, y reguladores y supervisores.

- Dicha complejidad se refleja, también, en la ingente labor de armonización- de convergencia supervisora- que ESMA y las autoridades nacionales están acometiendo desde hace tiempo, que tiene por finalidad, junto a clarificar cuestiones relevantes, la de impedir que haya situaciones de aplicación diferente de las normas, que creen escenarios de competencia incorrecta por cuestiones regulatorias.



Esta labor ha dado como resultado (i) los documentos de Preguntas y Respuestas de ESMA, (ii) la identificación de criterios diferentes por diferentes autoridades nacionales (como en los esquemas de diferimiento) y (iii) la identificación de alguna modificación necesaria en normas de Nivel 2 (como es el caso de someter a los IS al régimen de *tick size*, o la revisión del régimen de transparencia para las acciones de emisores de fuera de la UE).

3.2. VALORACIÓN CRÍTICA DE LOS EFECTOS EVIDENCIADOS HASTA EL MOMENTO

Se atisban y perciben consecuencias de la nueva regulación, algunas ya manifestadas y otras previsiblemente esperables.

A continuación, se exponen algunas de estas consecuencias así como alguna valoración crítica.

3.2.1. IMPLEMENTACIÓN INICIAL

- Con carácter general, no se ha observado un shock en la liquidez desde la implementación de MIFID II/MIFIR en enero de 2018. Es complicado el análisis de la liquidez porque, por ejemplo, en materia de bonos inciden cuestiones más relevantes que la propia MiFID II como es la crisis de deuda italiana o las expectativas de subidas de tipos del BCE.

Las valoraciones que, al efecto ha realizado ESMA son representativas en este sentido, al mencionar que no se han observado interrupciones en los mercados.

También señala ESMA que se observa una mayor negociación de renta fija en centros de negociación, si bien en una parte importante por la comunicación a estos de operaciones previamente convenidas.

Por lo que toca a la liquidez en Renta Variable, señala ESMA que se mantiene similar, si bien se observa un incremento de las subastas periódicas y de la actividad de los Internalizadores Sistemáticos.

Por lo que toca a los derivados, no se han observado alteraciones en la forma de negociar los IRS, principal instrumento sujeto a obligación de negociación.

- Se observa un incremento muy sustancial de la figura del IS, tanto en número como en volumen de negociación de renta variable en ellos.

- La calidad de los datos, tratados en ingentes cantidades a nivel de ESMA – FIRDS y FITRS, en los que se plantean incidencias por resolver- y proveídos por centros de negociación y APAs, no es aún la adecuada, si bien se observan progresivamente efectos positivos como consecuencia de las medidas que ESMA está poniendo en marcha al respecto.

Estos datos son imprescindibles para conseguir una auténtica transparencia, pero también para identificar los valores líquidos e ilíquidos, tan relevante para determinar el grado de transparencia *pre-trade* y para el diferimiento en la *post-trade*, o para poder realizar los cálculos necesarios para la aplicación del criterio de doble volumen en renta variable.

Es, en suma, un tema muy relevante en el que se debe avanzar de la forma más eficiente posible, ya que algunos de los elementos más relevantes de la reforma precisan específicamente del soporte de datos fiables, de calidad y a tiempo.

3.2.2. RENTA VARIABLE

- El mercado de Renta Variable, se está viendo muy seriamente afectado por dos aspectos regulatorios que no vienen a regular directa-



mente la negociación en los mercados secundarios:

- La aplicación que se está haciendo del principio de mejor ejecución («*Best Execution*»).
- El tratamiento del análisis o «*research*» como incentivo, con la obligación para los *brokers* de facturar separadamente la intermediación del análisis, el denominado «*Unbundling*».

Veamos brevemente estas implicaciones:

- En cuanto a la mejor ejecución (*Best Execution*)- aún con el poco tiempo transcurrido y sin contar aún con los preceptivos informes que sobre esta materia deben realizar los intermediarios y centros de negociación- si se observa que se están poniendo de manifiesto prácticas que drenan liquidez de las modalidades de negociación continua y con transparencia de posiciones en tiempo real, y que además eluden, en ciertos casos, a los intermediarios, que deberían actuar como entidades «*market neutral*», considerando como tales a los *brokers* que no buscan una ventaja directa para ellos y deben garantizar el cumplimiento de la regulación sobre operaciones en mercado.

Así, la interpretación práctica más extendida entre los inversores profesionales que ya han aplicado la *Best Execution* se ha centrado en la eliminación o, cuando no se pueda, la reducción, del riesgo de variación de precio durante la ejecución de la orden. Dicho de otra forma, si existe la manera de ejecutar las compraventas de acciones de una sola vez, a un cambio conveniente y conocido *ex-ante*, se podría asegurar a priori todas las condiciones MiFID para «*Best Execution*».

Esta interpretación, junto al cambio de estructura del mercado, nos dan dos situaciones diferenciadas para la obtención de «*Best Execution*» dependiendo de la liquidez del instrumento objeto de la operación:

- en el caso de acciones muy líquidas, bien cruzando en bloque las posiciones a un precio convenido o bien mediante los mecanismos modernos de ejecución (algunos tácticos – estratégicos – SOR) que asegurarán el equilibrio entre obtención de un «buen» precio y el tiempo de ejecución, difiriendo generalmente el resultado solo mínimamente del «*benchmark*» (o referencia para comparar) que se hubiese prefijado (i.e.: VWAP, coste implícito teórico, etc.);

Esto implica también que, una vez que el límite del *Double Volumen Cap* se aplica en los sistemas acogidos a la excepción de transparencia (*Dark*), la aplicación del propio principio de mejor ejecución (*Best Execution*) lleve a buscar precio en Internalizadores Sistemáticos – que no están sometidos al límite de *tick-size* - o a operativa tales como las subastas periódicas. Todo ello en el proceso de búsqueda del mejor precio.

- en caso del resto de los valores, los que no son tan líquidos, solo se puede asegurar a priori recurrencia y consistencia en la obtención de «*Best Execution*» si se cruzan las posiciones con otras de naturaleza contraria a un precio convenido y conocido de antemano.

Todo lo anterior está resultando en que grandes instituciones de gestión, especialmente las localizadas en el Reino Unido, (i)



en situaciones de ejecución sobre valores muy líquidos, contraten y usen los mecanismos modernos de ejecución (algunos tácticos– estratégicos – SOR) de grandes intermediarios con enormes capacidades tecnológicas, accediendo de hecho al mercado por sí mismos o con servicios puramente tecnológicos por parte de los intermediarios (*low-touch*) y (ii) en el resto de situaciones, que tan solo acuden a los intermediarios especializados como meros potenciales proveedores de liquidez para cruzar bloques, pero que no consideren la ejecución *«high-touch»* como un método que aporte consistente y recurrentemente la mejor ejecución (*Best Execution*).

Esta situación está excluyendo a los intermediarios medianos y pequeños de la ejecución y sacando de los libros de los mercados con visibilidad órdenes que acaban siendo ejecutadas en modalidades *«off-book»*, *«dark pool»* o, en general, no convencionales en cuanto a una concepción de negociación continua y con transparencia de posiciones en tiempo real.

- El *«Unbundling»* ya ha sido adoptado casi unánimemente por todas las instituciones de gestión británicas y muy mayoritariamente por las de Europa continental. En España, por el momento, parece que el número de instituciones que lo han aplicado es todavía menor al que no lo ha aplicado.

La mayoría de las instituciones de gestión internacionales que han desvinculado los pagos de análisis de las comisiones de ejecución han internalizado el coste. Es decir, han afrontado el gasto de análisis contra su propia cuenta de resultados, y no contra los fondos de los vehículos o personas gestionadas por ellas.

Esto ha implicado una reducción muy importante del importe destinado a pagar análisis para poder asimilar el coste en la economía de las instituciones de gestión. Esta reducción

de costes del análisis se traslada también a aquellas entidades que siguen pagando los servicios de análisis con dinero de los vehículos y personas gestionadas.

Esta nueva nivelación de precios no ha respondido a los factores usuales relativos a mercado, costes, etc., sino a la necesidad de los gestores de salvaguardar su viabilidad económica, en este caso a costa de la de sus proveedores de análisis.

El efecto que está produciendo el fenómeno *«unbundling»* en los ingresos de los productores de análisis está forzando a éstos a equilibrar sus cuentas de resultados mediante la reducción de costes, que en el caso de los departamentos de análisis, básicamente consistirán en la reducción de personal que, a su vez, significará reducciones en el universo de compañías analizadas.

Aunque las consecuencias de esta reducción de cobertura de compañías aún no es del todo evidente, sí lo es que traerá algunas consecuencias directas para las propias compañías como:

- algunas compañías pequeñas y medianas – a las que en otro caso no les ocurriese– pueden ver severamente reducido su acceso a la financiación bursátil;
- la reducción material de liquidez en la cotización de otras, debido a que la falta de análisis independiente las puede dejar fuera del radar de muchos inversores profesionales;
- la concentración en pocas personas de la información y conocimiento de las compañías pequeñas, que, por un lado abre oportunidades de negocio específicas, pero también puede dar lugar a desajustes en el valor/ precio que los mercados solo equilibran cuando son suficientemente líquidos y tienen información.
- el mayor desarrollo de los *«research»* paga-



dos por el propio emisor, con lo que ello implica de potencial conflicto de interés.

Los gestores *-buy side-* aprecian estos efectos que, si bien aún no se han mostrado en su totalidad por el poco tiempo transcurrido, sí plantean incertidumbres y apuntan a una falta de oferta de análisis independiente de compañías pequeñas y medianas.

Por otra parte, en lo que toca a los servicios de «*corporate access*»- que pueden incluir, por ejemplo seminarios, encuentros *one to one* o *Company teaching*- éstos también han visto, por la misma razón, disminuida su remuneración, lo que puede implicar que solo compañías de gran tamaño puedan establecer unilateralmente una tarifa -que no cubre los gastos implícitos- por estos servicios de facilitación en la relación y encuentros entre los inversores profesionales y las compañías cotizadas.

Por ello, dicha facilitación y acercamiento está cayendo en el desinterés de los intermediarios productores de análisis, resultando en una situación donde las propias instituciones de gestión, al igual que otros inversores profesionales, podrían acabar concertando sus encuentros con las compañías, sin la intervención de una empresa de servicios de inversión en la gestión de dichos encuentros, y su seguimiento.

Todo lo anterior permite intuir que los emisores pequeños y medianos pueden sufrir desinterés en la inversión en sus acciones, mayores probabilidades de manipulación y menor liquidez.

Es de resaltar que estos efectos se producen justo en plena implementación de la Unión del Mercado de Capitales a nivel de la UE, donde precisamente una de las finalidades más relevantes, es la de procurar una mayor financiación de las pequeñas y medianas empresas por medio del mercado de capitales. Se trataría, por tanto, de efectos difícilmente compatibles con dicho objetivo.

- Otros efectos a revisar a partir de la experiencia de los primeros meses de funcionamiento (y que afectan a la negociación de los valores españoles) son los siguientes:

- El incremento de los volúmenes de negociación en los Internalizadores Sistemáticos -cuya explicación puede requerir el transcurso de más tiempo y un análisis específico- que podría tener su razón de ser en el afloramiento de operativa OTC, así como en el mecanismo descrito en el ámbito de la aplicación del principio de *Best Execution*. Asimismo, debe revisarse si la actual forma de declaración de operaciones en IS no supone duplicidades.
- El hecho de que los sistemas de negociación alternativos siguen utilizando la referencia de precio del Mercado Regulado principal y no son capaces de tomar el relevo cuando falta esta referencia.
- La dificultad de contraste de los datos utilizados de negociación en los denominados «*Dark Pools*» para la aplicación de la regla de *Double Volume Cap* (DVC), y también la baja calidad que se percibe a día de hoy, así como la dificultad de contraste, de algunos datos de negociación procedentes de los Internalizadores Sistemáticos (SI).

- Por último, se observan efectos en la viabilidad de determinados modelos de negocio y la concentración de operadores. Como ya se ha apuntado, en el ámbito de los intermediarios la multiplicidad de centros de negociación supone un significativo aumento de costes operativos para los *brokers* de tamaño medio y pequeño frente a los grandes *brokers* que disponen de medios para poder dirigir sus órdenes a todos ellos y a quienes operan con determinadas operativas, como el HFT, que les permite obtener beneficio de las ineficiencias del mercado descentralizado.



Todo ello, conjuntamente con los demás aspectos expuestos, puede implicar la desaparición, por insostenible, de modelos de negocio de intermediación de *brokers*, limitando el universo de proveedores de estos servicios.

3.2.3. RENTA FIJA

- La reforma en el mercado de Renta Fija busca mayor transparencia. Para ello, la regulación incide en las estructuras, operativas y mecanismos de formación de precios del mercado y de sus operadores.

Se han querido trasladar en parte, los mecanismos de transparencia y negociación de la Renta Variable a la Renta Fija. Tratándose de mercados con estructuras y operativas muy diferentes de partida, ello, indefectiblemente, tiene muy relevantes implicaciones.

- En concreto, y a pesar del poco tiempo transcurrido, se pueden observar o intuir ya algunos efectos, que se enumeran a continuación.

(i) La reforma es neutra en cuanto a los métodos de negociación. Sin embargo, se está observando una mayor tendencia a negociación de Renta Fija por medios electrónicos que permiten el acceso a diferentes fuentes de liquidez.

Así, la reorientación de determinada negociación OTC a centros de negociación o a Internalizadores Sistemáticos, no ha implicado necesariamente la concentración de la negociación en centros concretos, sino que se está dirigiendo a una multiplicidad de ellos, manifestándose, como ya se ha señalado, un incremento en la negociación por medios electrónicos.

(ii) Se han creado 30 OTF a nivel europeo y en España dos de ellos (CAPI OTF y CIMD OTF), lo que significa la entrada de esta nueva figura de centro de negociación en los mercados de renta fija.

(iii) Por lo que toca a la mayor transparencia de costes, el nivel de transparencia que implica transmitir al cliente todos los márgenes y comisiones, puede implicar una reducción de ingresos que implique menores márgenes, y a corto plazo, una menor oferta de prestadores del servicio, ya que nadie dedica recursos a actividades que no sean rentables.

Asimismo, este panorama con menos operadores, puede implicar un incremento de los spreads y una menor liquidez.

Por otro lado, se observa que otorgar la misma información a usuarios muy dispares (profesionales vs minoristas) con objetivos diferentes y con accesibilidad muy dispar, puede llevar a confusión a los clientes, especialmente a los minoristas. Así, a modo de ejemplo, si una operación implica costes similares independientemente de su tamaño, esto implicará un coste proporcional- y en su caso, en precio- diferente para una orden de gran tamaño que para una de menor tamaño.

(iv) Por lo que respecta a los valores ilíquidos, se perciben dos tipos de implicaciones:

- Por un lado, los criterios de clasificación de activos en líquidos e ilíquidos, junto con la aún no completa calidad de los datos disponibles, han implicado que haya valores calificados como ilíquidos, sobre los que hay dudas sobre si deberían tener la calificación de líquidos. Este es un tema que tendrá que resolverse con el tiempo.
- Por otro lado, la necesidad de aplicar la mejor ejecución (*Best Execution*), en un escenario de poca información *pre-trade*, puede estar, en la práctica, desincentivando su contratación y empeorando su nivel de liquidez, por cuanto es difícil estar en condiciones de acreditar su cumplimiento.



(v) Asimismo, se percibe una tendencia a la concentración de operadores ante la reducción de rentabilidad que supone, como se ha explicado, la transparencia de costes explícitos e implícitos. Por otro lado, los incrementos en la dedicación a temas de cumplimiento tan complejos y que requieren seguimiento en tiempo real, por parte de los empleados de las entidades, resulta otro elemento de coste y reducción de márgenes.

Se observa, asimismo, una falta de valoración del especialista y del valor añadido que puede aportar en la toma de decisiones a los clientes -cuidado de la orden en mercados ilíquidos, garantía de buena ejecución, buena liquidación- centrándose el nuevo modelo de forma casi única en el precio -a través de sistemas electrónicos de negociación en muchos casos- como referencia.

Todo esto puede llevar a la consiguiente consolidación en entidades grandes.

(vi) Como se ha señalado más arriba, la calidad de los datos aún no es la necesaria. Entre otras cosas, los centros de negociación y las APA que deben contribuir con datos a ESMA, parece que no lo están haciendo en su totalidad o con toda la calidad requerida. Y aún no existe -y pudiera ser útil- una consolidación de datos a través de un CTP a nivel europeo.

Por otro lado, existe la percepción, respecto de valores líquidos, de que la mayor transparencia no está siendo realmente utilizada por los operadores del mercado en su toma de decisiones de inversión o desinversión. A ello puede contribuir el momento de implementación, como se ha señalado más arriba, donde aún debe incrementarse la calidad de datos proporcionados a ESMA, pero también que los operadores del mercado no perciben, respecto de los bonos líquidos, que el nivel de transparencia *pre-trade* esté siendo muy diferente al existente previamente, alimentado ya por diferentes *brokers*, aplicaciones y sistemas electrónicos.

3.2.4. DERIVADOS

El coste de adaptación a MiFID II en el ámbito de los Derivados, ha sido alto, para todas las infraestructuras, mercados, entidades y autoridades.

En muchos casos, en función del tamaño de la entidad, algunas no están en condiciones de acometer los cambios necesarios para la adaptación a MiFID II (recursos económicos, personal, tecnológico) en todas sus áreas de negocio, por lo que han dejado de operar en determinados instrumentos financieros.

Esto está generando una mayor concentración de oferta de servicios en menos entidades y que las de pequeño y mediano tamaño reduzcan su oferta de servicios.

La existencia de menos intermediarios, o entidades no redundan en beneficio de los clientes finales profesionales y particulares ya que hay menos competencia, más concentrada y de compañías de un determinado tamaño.

Adicionalmente, en relación con el mercado de derivados, las consecuencias que el Grupo observa están centradas en cuestiones que tocan más al ámbito del post trading, si bien se plantean específicamente en el ámbito de los derivados. Se trata de (i) las dificultades que está teniendo la implementación del nuevo régimen de compensación obligatoria y de cobertura con garantías; (ii) la declaración de operaciones a los Repositorios de Operaciones; y (iii) el nivel de concentración de riesgos alrededor de las CCP, que el nuevo panorama está implicando en la práctica.

- La obligación de compensación para derivados OTC ha facilitado el automatismo en la negociación, agilizado los procesos del back-office, reducido los costes y riesgos operativos por la definición de todos los procedimientos, minimizando el volumen de capital



necesario para la negociación a través del neteo de posiciones y disminuyendo el número de incidencias en el casamiento de operaciones. Asimismo, ha disminuido las disputas sobre valoración de colateral. Por tanto, en conjunto se considera una medida útil.

Todo ello no impide que se aprecien algunas consecuencias, como el coste añadido, la concentración de riesgos en grandes CCP y grandes entidades compensadoras, el difícil acceso de entidades medianas o pequeñas a las que se presta menos atención o el incremento de coste financiero que significan las garantías.

En concreto, las empresas de servicios de inversión y bancos pequeños y medianos no están teniendo un acceso fácil a las Cámaras de Contrapartida Central (CCP) por temas de costes. El acceso indirecto está aún pendiente de alguna medida regulatoria específica, por lo que tampoco el acceso a través de un miembro compensador es sencillo.

Todo ello puede implicar una rebaja en el nivel de contratación de estos productos por tales entidades, con lo que ello implica de rebaja en el nivel de reasignación eficiente de riesgos que estos derivados permiten.

- En relación con el funcionamiento de los nuevos Repositorios de Operaciones (*Trade Repository*), uno de los aspectos clave y que siguen requiriendo grandes esfuerzos de diseño y operativos es el de reconciliación de la operativa entre los distintos *Trade Repository* europeos. Dado que cada parte puede reportar al *Trade Repository* de su elección su pata de cada operación, es preciso conciliar ambas patas entre los dos repositorios escogidos. Esta parte se ha configurado como quizá la más compleja y problemática de este nuevo negocio, por cuanto los formatos de reporte que cada *Trade Repository* definió unilateralmente no estaban armonizados entre los mismos, por lo que conciliar su operativa es mucho más complejo

de lo que inicialmente se esperaba y en ello el papel de ESMA debería ser relevante.

Por otro lado, se ha observado que no es un proceso fácil que puedan atender todas las entidades, por su complejidad. Esto está implicando que se den con mucha frecuencia acuerdos de delegación en entidades que sí tienen las capacidades necesarias lo que supone un esfuerzo añadido, además de un incremento de costes. En este sentido, la iniciativa EMIR REFIT parece que quieren avanzar en eliminar las actuales duplicidades en estas comunicaciones que tienen estos significativos efectos.

- En este ámbito, se observa concentración, ya que actualmente puede hablarse de algo parecido a un monopolio virtual en la compensación de derivados OTC.

También la actividad de compensación está concentrada en pocos miembros compensadores.

Y esta situación merece una reflexión, por cuanto el objetivo último del G20 en relación con los derivados OTC y al exigir su compensación en todo caso que fuese posible, era atajar el riesgo sistémico. Sin embargo, estas grandes CCP y esta concentración de miembros compensadores constituyen, en realidad, elementos de concentración de riesgo, y ello está siendo objeto de atención por los supervisores.

3.2.5. POST TRADING

En materia de *post-trading* la pieza de referencia es el Reglamento EMIR, que incorporó la compensación obligatoria de los derivados OTC en CCP, estableció medidas de gestión de riesgos en aquellos que no se compensasen, reguló las CCP y reguló los Repositorios de Operaciones o *Trade Repositories*. Adicional-



mente, se aprobó una regulación a nivel europeo de los Depositarios Centrales de Valores mediante el CSDR (*Central Securities Depositories Regulation*). Por último, y muy relevante, ha sido la puesta en funcionamiento del sistema T2S por el BCE, al que se ha adherido Iberclear, en 2017.

Ya se han señalado en el apartado anterior algunas consecuencias de la regulación en el ámbito de los Derivados OTC con implicaciones en las infraestructuras de post negociación. Veamos algunas otras consecuencias en el ámbito de *post trading*, como son, (i) la implementación de T2S, (ii) la falta de proporcionalidad en la regulación de CCP y (iii) la nueva regulación de Depositarios Centrales de Valores.

- Por lo que respecta a T2S, la valoración general es positiva en cuanto a que es un sistema con un soporte técnico avanzado, con buenas funcionalidades y mecanismos de comunicación, y su funcionamiento es, en general, satisfactorio.

Sin embargo, ha incrementado los costes de liquidación para las operaciones domésticas – reduciendo las *cross-border* dentro de la UE al mismo coste- y el nivel de incidencias en Renta Fija es superior al que anteriormente existía, resultando, en este sentido, un sistema menos eficiente.

También resulta criticable que no se hayan incorporado en esta plataforma los actuales *International Central Securities Depositories* (ICSD), Euroclear y Clearstream, perjudicando, en este sentido la competencia nivel europeo en la prestación de servicios propios de Depositarios Centrales de Valores.

- La regulación de las CCP a nivel europeo debería incluir el principio de proporcionalidad y promover la competencia, dando un valor relevante a los supervisores nacionales y garantizando un *level playing field* para todas ellas en el ámbito de la Unión Europea. En el

próximo escenario de un Brexit, el objetivo de mantenimiento de un adecuado escenario de competencia justa, debe implicar las CCP localizadas en Reino Unido solo puedan operar cumpliendo similares requisitos y sometidas a una adecuada supervisión.

Adicionalmente, deben completarse las piezas normativas que afectan a las CCP a nivel europeo, lo que puede alargarse en el tiempo debido al cercano término de mandato del actual Parlamento Europeo.

- Por lo que respecta a la nueva regulación de los Depositarios Centrales de Valores, en conjunto merece una buena valoración, si bien habrá que esperar a cómo se aplican en términos efectivos en 2020 las previsiones sobre disciplina de la liquidación, lo que permitirá evaluar sus costes y efectos y si se incrementa la eficiencia en la liquidación europea y la competencia abierta en este sector.

3.2.6. ESTRUCTURA DE LA INDUSTRIA

Los participantes en los mercados están en proceso de definir su papel y su posicionamiento dentro de la estructura que propone MIFID II/MIFIR.

En este proceso, se está poniendo de manifiesto que las reformas introducidas no están siendo neutras en cuanto al perfil de la industria que promueven.

Dos elementos, al menos, hacen que ello no sea así.

Por un lado, la estructura de ingresos y costes está sufriendo variaciones importantes y deberá determinar si algunos perfiles de negocio continúan siendo viables o no.

Por otro lado, el segundo elemento es la necesaria concurrencia de grandes capacidades tecnológicas para cumplir con determinadas obligaciones regulatorias o, al menos, con



la interpretación práctica que de ellas se está haciendo. Este segundo elemento determina que hay entidades que pasen a no ser competitivas por no disponer de tales capacidades, lo que implicará su expulsión de mercado y una mayor concentración e incremento de tamaño de los operadores.

En este sentido, se observa que son varias las piezas normativas - tanto en renta fija, como renta variable, en derivados y en post trading - que indirectamente vienen a promover un movimiento de concentración y eliminación, por inviables, de determinados modelos de negocio, así como una potencial expulsión de los operadores pequeños y medianos.

- Esta tendencia se origina, al menos por las siguientes circunstancias:

- En los mercados de Renta Fija la reducción en márgenes implicará que operar en ellos solo sea rentable para entidades de gran tamaño.
- En los mercados de renta variable, la específica forma en que se está aplicando el principio de mejor ejecución (*Best Execution*), también está llevando a que los grandes vencedores sean las grandes *brokers* con gran capacidad financiera, en perjuicio de los demás *brokers*, cuya prestación de valor añadido no es reconocida, haciendo el modelo de negocio inviable, o al menos mucho menos rentable.
- El régimen de desvinculación (*unbundling*) de pagos por análisis (*research*) puede hacer solo viable la actividad de análisis a grandes entidades internacionales.
- Las operativas con algos y particularmente, la operativa de alta frecuencia (HFT) -y su nueva obligación de señalar (*flagging*) estas operaciones en el mercado- suponen la capacidad de incurrir en los elevados costes que ello implica. Por otro

lado, las normas de funcionamiento de los IS están, en la práctica, beneficiando a los grandes *brokers* globales.

- La obligación de compensar los derivados OTC en CCP está resultando difícil y costosa para las entidades pequeñas y medianas, produciéndose una concentración en los miembros compensadores y en los volúmenes que manejan, así como en los servicios que ellos pueden prestar, y no las entidades pequeñas y medianas.

- Esta concentración, como se ha señalado, se observa también en el ámbito de las CCP, lo que supone adicionalmente, un elemento de concentración de riesgos.

- También en el ámbito del *post-trading*, los incrementos de costes -entre ellos por la aportación de garantías- o las operativas limitadas a determinadas entidades, hacen que solo entidades de cierto tamaño puedan ser activas en un escenario de Target2Securities.

- Por otro lado, se identifica como un problema de presente y más previsiblemente, de futuro la dificultad de retención de talento en algunos operadores.

Así la creciente dedicación a labores de cumplimiento respecto de las meramente operativas en determinados perfiles profesionales, puede implicar que éstos se trasladen a ámbitos con menor regulación, como los *hedge funds*.

También, como se ha mencionado, en el ámbito del análisis (*research*) se va a producir una previsible disminución de talento dedicado a ello.

Por último, los ajustes en los márgenes en los modelos de negocio implicarán una disminución en los empleados y en el talento en las que no son grandes entidades.

- La existencia de entidades grandes con grandes capacidades permite economías de



escala y atender todos los requisitos regulatorios, como se ha señalado. Por el contrario, la concentración implica menos competencia, y tiene el riesgo de implicar estandarización en los servicios, en perjuicio de servicios de mayor valor añadido a los clientes e inversores en general.

Y esta concentración, promovida indirectamente en todos los frentes regulatorios, se produce, sin que la propia regulación haya manifestado preferencia explícita sobre la estructura de la industria deseable para el desarrollo adecuado de los mercados.

Se produce también en un escenario de promoción de los mercados de valores a nivel de la Unión Europea por medio de la Unión del Mercado de Capitales, donde tampoco se contiene referencia (i) a la estructura de la industria (ii) ni al papel que ella puede tener en la promoción de los mercados y su funcionamiento ordenado, o en la innovación y el incremento de valor añadido al inversor, (iii) ni a un adecuado nivel de competencia en beneficio del mercado y los inversores.

Quizá sea esta una cuestión a la que las autoridades y reguladores deberían prestar una atención específica.

3.2.7. INFRAESTRUCTURAS

Las infraestructuras han realizado un esfuerzo muy significativo para poder atender las necesidades derivadas de la regulación, en todos los ámbitos. Tanto de renta fija, como de renta variable, derivados y post trading (tanto en compensación como en liquidación).

El panorama de las infraestructuras de negociación en la UE, ha evolucionado de forma muy relevante. Algunas entidades han elegido la forma de IS (167 entidades de las cuales 6 en España), algunas plataformas han elegido

evolucionar a la figura de SMN (192, de las que aproximadamente 65 son nuevas autorizaciones), o los ya mencionados OTF (30 a nivel de la UE y dos en España).

Las infraestructuras han debido adaptarse a las nuevas regulaciones; determinadas operativas - brokeraje en Renta Fija- han debido reconducirse a la nueva figura de SOC; y las infraestructuras de post trading han precisado una adaptación, tanto a la regulación europea, como al proyecto T2S.

En el ámbito de la Renta Fija, el traslado de la negociación en una parte importante a centros de negociación, con el nuevo régimen de transparencia para valores líquidos e ilíquidos, ha implicado, por ejemplo, para el Mercado AIAF español, un esfuerzo de adaptación, incluyendo el nuevo sistema multilateral SEND -evolucionado del previamente existente- que incluye diferentes modalidades de negociación: sistema de negociación de libro de órdenes, a su vez con modalidades multilateral y bilateral, y un nuevo sistema de negociación con solicitud de negociación, *Request for Quote*.

En el mismo ámbito, como se ha mencionado, se han creado a nivel europeo 30 SOC (u OTF por sus siglas en inglés), dos de ellos en España (CAPI OTF y CIMD OTF). La creación de estos SOC en España, ha constituido también una labor de adaptación y puesta en funcionamiento, en contacto permanente con la CNMV, teniendo en cuenta que se trata de una figura enteramente nueva en su regulación.

En el caso del Grupo BME español, no solo las infraestructuras de negociación de renta variable y de derivados han precisado adaptaciones en su funcionamiento y en el régimen de información y de transparencia. También las infraestructuras de *post-trading* han debido afrontar la adaptación.

En el primer caso, los Mercados Organizados ya cumplían con los principales requisitos de transparencia por lo que ha sido una



adaptación ligera comparada con la que se ha tenido que llevar a cabo con nuevas obligaciones como el registro de órdenes, nueva comunicación de operaciones, nuevas obligaciones para los centros de negociación (gobernanza, acuerdos de gobierno, planes de continuidad de negocio, requerimientos tecnológicos, evaluaciones de entidades miembros de los mercados, mecanismos de control con el objetivo de evitar desórdenes en el mercado...) y las nuevas figuras de Creador de Mercado.

En cuanto al *post-trading*, es relevante la creación de BME Clearing, en el proceso de Reforma del Sistema Español de Compensación Liquidación y Registro que se desarrolló en los últimos años para poder incorporar a Iberclear – con su nuevo sistema ARCO- dentro del proyecto gestionado por el Banco Central Europeo, Target2Securities. También el mismo proceso de incorporación a T2S, que ha incluido tanto renta variable como renta fija, ha supuesto un gran esfuerzo de adaptación tanto para las infraestructuras como para los operadores.

A ello se debe añadir la creación de Registrar en una *Joint Venture* del depositario central español Iberclear con Clearstream Frankfurt – el depositario central de valores de Alemania y de Luxemburgo- como Repositorio de Operaciones (*Trade Repository*) con vocación europea, para el registro de operaciones sobre derivados.

Todos estos esfuerzos se han plasmado en mercados e infraestructuras más eficientes y modernas, y adaptadas a la nueva regulación, no sin un esfuerzo muy significativo, e incurriendo en costes relevantes.

Este esfuerzo, además, debe incardinarse en un escenario de fuerte competencia entre infraestructuras de negociación y de post-negociación a nivel no solo de la Unión Europea, sino también global.

3.2.8. COSTES

Existe la percepción de que, con carácter general, las reformas implementadas o en proceso de implementación, no suponen, o van a suponer, una reducción de costes. Más bien, la percepción es la contraria en diversos ámbitos. De confirmarse esta tendencia, ello implicará un mayor coste para los usuarios finales y un mayor coste para la inversión en mercados de valores.

En el ámbito de la renta fija, la reducción de márgenes parece que está implicando un incremento de comisiones por otros servicios, como en el ámbito del *post trading*, donde además, T2S ha supuesto un incremento de costes. La necesaria utilización de CCP en derivados OTC, también ha incrementado costes.

Por otro lado, el nuevo régimen de reporte (*Transaction Reporting*) en el que se pueden identificar algunas duplicidades, también supone un incremento de costes.

En relación con las nuevas figuras de proveedores de datos y centros de negociación, existe un problema en cuanto al acceso a los mismos. Así, si bien dicho acceso debe permitirse a los operadores en términos comerciales de coste razonable, parece que en ocasiones este coste está siendo elevado. ESMA se encuentra trabajando en la identificación de prácticas contrarias a este principio y ya ha tomado alguna medida al respecto.

4. BREXIT

La salida de Reino Unido de la Unión Europea, y la forma en que efectivamente se lleve a cabo – con un acuerdo con la Unión Europea a 27 (UE27) o sin acuerdo- va a ser, sin duda, muy relevante en el funcionamiento y operativa de los mercados de valores en la UE27.



Es difícil evaluar esas implicaciones, entre otras cosas, por falta de conocimiento de en qué términos se va a producir el Brexit.

Sin embargo, es también muy difícil no mencionar siquiera esta cuestión tratando el tema que se trata en este trabajo.

Por ello, solo vamos a apuntar algunos de los ámbitos en que puede ser tan relevante:

- Datos. Una parte muy significativa de los datos que se utilizan en los cálculos de liquidez y de *waivers* y de *Double Volume Cap* por ESMA provienen de Reino Unido. Esto abre el debate sobre si los datos a nivel de UE27 son representativos para todas estas finalidades o si precisan revisión.

A día de hoy, el conjunto de cálculos del régimen de transparencia está diseñado incluyendo la participación de los datos procedentes de centros de negociación y APA localizados en UK. Con el Brexit se abren muchos interrogantes y parece claro que normativamente, una vez se materialice el Brexit, los cálculos solamente podrían realizarse con datos procedentes de entidades UE27. Esto afectaría a la calificación de instrumentos como líquidos/ilíquidos y a los umbrales SSTI/LIS.

- CCPA día de hoy una parte muy significativa de los derivados OTC compensados en una CCP a nivel de la Unión Europea, lo son en CCP británicas, señaladamente en *Swap-clear*, perteneciente al grupo *London Clearing House* (LCH).

Esto no solo abre la incertidumbre de si en el futuro esta CCP va a ser adecuada para cumplir con la obligación de compensación -al no ser una cámara de la UE y, si se diese el caso de no estar reconocida como equivalente- o de cómo serán los contratos que deberán firmarse o novarse en su caso, por las partes en tales derivados, sino también plantea el problema de la supervisión de un centro tan sistémico para la estabilidad financiera de la UE27 y el papel de

ESMA en todo ello. Esto puede implicar, desde una coordinación amparada por un acuerdo entre ESMA y la FCA británica, hasta la exigencia de presencia física en la UE27 para estas CCP.

- Competencia. A nivel de la UE27 se ha desarrollado una innegable competencia entre Estados para atraer a entidades británicas que precisen un establecimiento dentro de la UE27 tras el Brexit. Esa competencia se ha visto tanto en el ámbito de las empresas de servicios de inversión, como de gestores de activos y de centros de negociación.

Esta competencia origina un riesgo de rebaja de los estándares regulatorios, produciendo un arbitraje entre jurisdicciones- realmente entre autoridades supervisoras nacionales- en cuanto a qué requisitos se solicitan y cuáles no, y particularmente en lo que respecta a qué medios se disponen dentro de la UE27 y cuáles se subcontratan o delegan con una matriz en Reino Unido.

Existe un riesgo, por tanto, de que se autoricen entidades sin prácticamente contenido y con una finalidad predominantemente formal, en la UE27.

ESMA ha emitido opiniones al respecto, en mayo y julio de 2017, intentando aproximar los criterios de los supervisores nacionales al respecto, si bien no es claro que todas las autoridades nacionales los estén siguiendo.

Este es un tema al que habrá que hacer seguimiento. De momento, entre los países o ciudades que están atrayendo más empresas de servicios de inversión y bancos está Frankfurt, para Gestores de Activos, Dublín y Luxemburgo, y para Centros de Negociación, Ámsterdam.

5. CONCLUSIONES

El Grupo de Consulta comparte las finalidades de las recientes regulaciones en general



-y particularmente las de EMIR y MIFID II/MIFIR- centradas en conseguir una mejor gestión de riesgos en derivados OTC, un incremento de transparencia en los mercados y una negociación ordenada en los mismos.

El Grupo es consciente de que estamos en un momento de muy reciente implementación de MIFID II/MIFIR, y algunos aspectos- como la calidad de datos disponibles- aún tienen recorrido de mejora.

Por otro lado, todo análisis de estas cuestiones debe tener como referencia futura el Brexit -que no es objeto de análisis más que muy somero en este Trabajo- cuyas implicaciones serán relevantes, pero, en este momento, no anticipables en detalle.

Sobre estas premisas, sí se pueden observar algunas implicaciones y consecuencias de la regulación sobre mercados secundarios en sus diferentes facetas, tanto de los diferentes instrumentos (Renta Fija, Renta Variable, y Derivados) como del *post-trading*, de la estructura de la industria y las infraestructuras, o de los costes. En concreto, y conforme se ha desarrollado en este Trabajo:

Por lo que respecta al Mercado de Renta Fija:

- El mercado de renta fija ha sufrido variaciones importantes en su estructura, con la adaptación de los centros de negociación al nuevo régimen de transparencia y la creación de las nuevas figuras de los SOC.
- A día de hoy, la falta de provisión de datos – o la mala calidad de éstos- a ESMA está originando que la calidad de los datos que están disponibles para los operadores del mercado, no sea aún la adecuada.

Por otro lado, no consta que los operadores estén utilizando las nuevas fuentes de información y transparencia de los va-

lores líquidos respecto de los cuales perciben tener ya suficiente información.

- Se observa que puede producirse una disminución del número de operadores -con lo que ello puede implicar de menos precios y menor liquidez- como consecuencia del régimen de transparencia de costes implícitos y explícitos. Y ello puede, asimismo, producir una concentración del mercado en operadores de gran tamaño.
- Por último, la liquidez de los valores menos líquidos puede verse mermada por la falta de apetito negociador al ser complicado el cumplimiento de la regla de *Best Execution* por falta de información.

Por lo que respecta a los mercados de Renta Variable:

- La renta variable, que *a priori* debería haber sido menos afectada por MiFID II por estar ya regulada con MiFID, está sufriendo una mayor transformación. Así, los mercados de Renta Variable están sufriendo un rápido cambio en su estructura, coste, prácticas de negociación y, en el corto o medio plazo, previsiblemente, de entidades participantes.
- La forma en que el principio de mejor ejecución se está aplicando, centrada en evitar las variaciones de precio durante la ejecución de órdenes materiales, sigue aportando volúmenes a sistemas de negociación de tipo *Dark* y, cuando esto no es posible por la aplicación del mecanismo del *Double Volumen Cap*, a Internalizadores Sistemáticos o a subastas periódicas, mecanismos que suelen permitir encontrar un precio mejor.

Todo ello puede ser, al menos en parte, la explicación de que no se produzca, de hecho, un incremento en los volúme-



nes de negociación que participan en la formación de precios en mercados *Lit* (sometidos a todas las normas de transparencia) y de que la liquidez disponible se encuentre muy fragmentada.

- El régimen de *Unbundling* -separación del coste de análisis o *research* del de intermediación- plantea algunos riesgos, como la inviabilidad económica de la cobertura de las compañías cotizadas de mediana o pequeña capitalización, y la consecuente menor atención al análisis de esas compañías que hoy sí la tienen.

Esta situación bien podría acarrear efectos negativos como reducir su liquidez, la proliferación de análisis de menor calidad y/o análisis no independiente, es decir, pagado por el propio emisor. Todo ello supondría que la medida tomada para mitigar un conflicto de interés, estaría creando nuevas situaciones de conflicto que, en última instancia, podrían incluso afectar a la capacidad de financiación a través de las Bolsas o mercados para las compañías medianas y pequeñas.

Por último, la aplicación de este régimen no sería neutral al tamaño de las ESI productoras de análisis, sino que favorecería a las muy grandes, con economías que permitan marginalizar los costes del análisis de las citadas compañías medianas y pequeñas, lo que podría significar favorecer una concentración asimétrica en el sector, dependiendo del tamaño de las ESI.

- Se observa que una parte importante de los operadores del mercado, al menos de los españoles, pueden no sobrevivir a las altas exigencias de capital, inversión y gastos que conlleva la nueva situación: (i) la estructura de mercado fragmentada al tener que acceder a múltiples cen-

tros de negociación (y sus plataformas de post negociación); (ii) la necesidad de disponer de tecnología para cumplir de forma sistemática los distintos principios de «*Best Execution*», pre y post transparencia, y reporte exhaustivo; y (iii) la nueva nivelación de los precios del *research* derivada del régimen de «*Unbundling*».

Por lo que respecta a los mercados de Derivados, se observa un esfuerzo importante de adaptación de las infraestructuras. Asimismo, se valoran los efectos positivos de la compensación y negociación de derivados OTC, si bien ello está implicando, al tiempo, un incremento de costes y alguna dificultad de acceso a las Cámaras por entidades de menor tamaño.

Por lo que respecta a la estructura de la industria:

- La regulación, está promoviendo indirectamente -pero indubitadamente- la concentración en grandes operadores o la necesidad de ser un gran operador para poder competir. Ello se debe a las nuevas estructuras de gastos e ingresos, así como la necesaria fuerte inversión en tecnología para poder competir con entidades de grandes capacidades inversoras. Se observa esta tendencia en todos los ámbitos analizados.
- Esto elimina potencialmente una parte del sector, reduce la competencia y potencialmente limita el tipo de servicios y la liquidez en algunos instrumentos.

Por lo que respecta a las infraestructuras:

- Las infraestructuras de negociación han sufrido un desarrollo muy significativo, con la autorización de numerosos SMN,



el desarrollo muy relevante de los IS y la creación de la nueva figura de OTF.

- La reforma se ha manifestado neutra, desde el punto de vista tecnológico, en cuanto a los métodos de negociación. Sin embargo, se observa una evolución hacia métodos de negociación electrónicos en instrumentos que no son de renta variable, como instrumento de acceso a diferentes fuentes de liquidez.
- En el ámbito de las infraestructuras es particularmente relevante prestar atención a la existencia de un auténtico *level playing field* y a la aplicación del principio de proporcionalidad. No hacerlo, puede afectar seriamente a la competencia, y promover la concentración en un ámbito, por otro

lado, particularmente sensible a los riesgos sistémicos.

Por lo que respecta a los costes, no se percibe que las reformas en general estén implicando una reducción de costes para los usuarios finales, sino más bien al contrario. En este sentido, también la concentración y la consiguiente reducción de la competencia, puede tener adicionales efectos en este sentido.

Por último, todas estas conclusiones deben ser analizadas a la vista del proyecto de Unión del Mercado de Capitales, en tanto que algunas de las consecuencias que se observan y se señalan en este Trabajo puedan no ser enteramente compatibles con sus objetivos.



ANÁLISIS DEL IMPACTO EN EL MODELO DE PRESTACIÓN DE SERVICIOS EN LAS ENTIDADES TRAS LOS PRIMEROS 6 MESES DESDE EL INICIO DE LAS NUEVAS EXIGENCIAS RECOGIDAS EN LA DIRECTIVA MIFID II

MARÍA DOLORES PESCADOR

CEO & Co-Founder RegTech Solutions

SARA GUTIÉRREZ CAMPIÑA

Socia de finReg360

1. ¿CUÁLES HAN SIDO LAS NUEVAS EXIGENCIAS REGULATORIAS QUE HAN LLEVADO A REPLANTEAR LOS MODELOS DE NEGOCIO DE LAS ENTIDADES?

El año 2018 ha sido especialmente relevante para las entidades financieras europeas puesto que ha comenzado a aplicarse una nueva regulación que afecta directamente en los modelos de prestación de servicios a clientes. La principal norma, que resulta de aplicación desde el pasado 3 de enero de 2018, es la Directiva 2014/65/UE, del Parlamento y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (Directiva MiFID II), así como toda su normativa de desarrollo. No obstante, existen otras normas europeas cuya aplicación también se inicia en 2018, con incidencia en las normas de conducta y la prestación de servicios por parte de las entidades financieras. Entre las destaca que el Reglamento PRIIPs, la Directiva de Dis-

tribución de Seguros, la Directiva de Créditos Inmobiliarios, etc., que trataremos de analizar más adelante.

La Directiva MiFID II ha sido transpuesta al ordenamiento jurídico español a través de Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, el Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores y el Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre, por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, con más de un año de retraso respecto a la fecha prevista en la norma europea, y un impacto relevante en los modelos de negocio de las entidades, al tratar temas tan decisivos como la posibilidad de cobro de incentivos en determinados servicios, el alcance de la obligatoriedad de grabar y registrar conversaciones telefónicas o comunicaciones electrónicas o el intercambio de información en materia de gobierno de productos entre las entidades financieras que actúan como distribuidoras de productos y las fábricas.



La Directiva MiFID II ha supuesto una revolución en el ámbito de servicios de inversión, puesto que además de regular las normas organizativas y de conducta que deben llevar a cabo las entidades que prestan servicios de inversión y auxiliares, se ha abordado un profundo cambio en las normas sobre transparencia y regulación de los mercados. El presente trabajo se centra en el análisis de las normas de organización y conducta recogidas en la Directiva MiFID II que han tenido un impacto en los modelos de negocio de banca comercial y banca privada.

Las principales novedades de la Directiva MiFID II que han llevado a las entidades financieras a replantear sus modelos de negocio o prestación de servicios a sus clientes han sido las siguientes:

- La prohibición del cobro o pago de incentivos, entendiéndose por incentivos las comisiones que son pagadas o cobrador por terceros, distintos de los clientes, en relación con la prestación de servicios de inversión consistentes en el asesoramiento independiente y/o la gestión discrecional de carteras.
- La restricción del cobro de incentivos en el resto de los servicios en los que no se ha previsto expresamente su prohibición, como es el asesoramiento dependiente siempre que se cumplan determinadas condiciones que justifiquen un aumento en la calidad del servicio.
- Las nuevas exigencias de evaluación de conocimientos y competencias con las que deben contar los empleados y los agentes que presten servicios de inversión.
- La identificación que deben realizar tanto los fabricantes como los distribuidores de productos de inversión del mercado objetivo a los que van dirigidos estos produc-

tos, así como la necesidad del seguimiento de este en la prestación de servicios.

- El refuerzo de las obligaciones y responsabilidades del Consejo de Administración de las entidades que prestan servicios de inversión.

Junto a estas novedades existen otras muy relevantes que han afectado a las obligaciones y normas de conducta que deben cumplir las entidades en la prestación de servicios de inversión y que dependiendo del modelo de negocio definido por las entidades han tenido un impacto más o menos relevante en las entidades, principalmente desde el punto de vista operativo, tecnológico, jurídico o de cumplimiento.

2. PROHIBICIÓN DEL COBRO O PAGO DE INCENTIVOS

La Directiva MiFID II introduce la prohibición del cobro y pago de incentivos en ciertos servicios – gestión discrecional de carteras y asesoramiento independiente – o, en caso de percibirlos, la exigencia de su devolución al cliente.

En el caso de la gestión discrecional de carteras, la nueva normativa prevé que en ningún caso el ingreso que perciba la entidad por la prestación del servicio pueda provenir del pago de comisiones por parte de terceras entidades. En este sentido, a partir del 3 de enero de 2018 todas las carteras de clientes sobre las que existe un mandato por parte del cliente para que las entidades presten el servicio de gestión discrecional de carteras deben contener productos sobre los que no se haya previsto el pago de ningún tipo de retrocesión o incentivo, o en el caso de existir, tener establecido un procedimiento para la devolución íntegra de este pago al cliente.



En cuanto al servicio de asesoramiento independiente, se trata de un nuevo servicio que surge con la Directiva MiFID II, desdoblando el servicio de asesoramiento en materia de inversión en dos tipos, el independiente y el no independiente. La Directiva MiFID II establece que para que el servicio prestado pueda calificarse como independiente las entidades deben cumplir dos requisitos, el primero es la prohibición del cobro o pago de incentivos y el segundo consiste en la evaluación y análisis de un número suficientemente amplio de productos, que incluya productos de terceros, para llevar a cabo una recomendación de inversión.

A la hora de determinar qué se debe entender por gama suficientemente amplia de productos en el asesoramiento independiente, la normativa establece que debe de tratarse de productos disponibles en el mercado y que sean lo suficientemente diversificados en cuanto a tipo de producto y a sus emisores. Por lo tanto, no podrán limitarse a productos emitidos por la propia entidad que presta el servicio de asesoramiento independiente, o entidades que mantengan con esta vínculos estrechos, jurídicos o económicos. La Directiva MiFID II no prohíbe que las entidades puedan incluir en sus recomendaciones de inversión producto propio o emitido por entidades con las que mantengan vínculos estrechos siempre que mantengan su independencia. En este sentido la ESMA, en su documento de preguntas y respuestas sobre MiFID II en materia de protección al inversor aclara que en el caso de que una empresa evalúe instrumentos financieros propios, en la prestación de servicios de asesoramiento independiente, podría entrar en conflicto con su condición de «independiente». Para evitar este conflicto ESMA señala que en estos casos las entidades deben establecer, implementar, mantener y actualizar regularmente los sistemas y contro-

les internos adecuados para garantizar que no existe ningún tipo de acuerdo con un proveedor de productos que pueda limitar la capacidad de la entidad de proporcionar una recomendación personal que es imparcial y se basa en una evaluación de una gama suficiente de instrumentos financieros disponibles en el mercado.

En la práctica, ESMA considera que el resultado del análisis imparcial y sin restricciones de los instrumentos financieros disponibles en el mercado podría suponer que de forma ocasional la entidad recomiende sus propios productos. Sin embargo, si el resultado es que recomienda habitualmente sus propios productos o si parece haber un sesgo sistemático para recomendar a los clientes que inviertan en sus propios productos, lo más probable es que existan problemas para demostrar la prestación de asesoramiento de forma independiente.

En cuanto a la percepción de incentivos, al igual que cuando se presta el servicio de gestión discrecional de carteras, en el caso de que las entidades que prestan asesoramiento independiente perciban incentivos, deberán transferir los mismos en su totalidad a los clientes, sin posibilidad de netearlos con otros pagos recibidos.

La única excepción que se permite en ambos servicios es la percepción de beneficios no monetarios menores aceptables, que, de acuerdo con la norma de la ESMA, completada por el RD de 28 de diciembre de 2018, pueden tratarse de:

- 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;
- b) materiales escritos de terceros encarga-



dos 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 entidades 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 mínimo 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 servicios de inversión de actuar atendiendo al mejor interés del cliente.

En todo caso, los beneficios no monetarios menores aceptables deben ser razonables y proporcionados, y de tal escala que sea poco probable que influyan en la conducta de la entidad de algún modo que vaya en detrimento de los intereses del cliente en cuestión.

Al igual que los incentivos permitidos en otros servicios, los beneficios no monetarios menores deben ser revelados a los clientes an-

tes de la prestación del servicio, si bien en estos casos se podrán describir de un modo genérico.

3. RESTRICCIÓN DEL COBRO DE INCENTIVOS EN SERVICIOS EN LOS QUE NO SE HA PROHIBIDO EXPRESAMENTE

La restricción del cobro de incentivos en servicios distintos de la gestión discrecional de carteras y el asesoramiento independiente es probablemente el impacto de la Directiva MiFID II que más se ha debatido durante la tramitación y los proyectos de implantación de la nueva normativa.

La Directiva MiFID II requiere que las entidades que presten servicios de inversión y auxiliares tomen las medidas apropiadas para detectar y prevenir o gestionar los conflictos de interés que puedan surgir en la prestación de tales servicios entre la entidad y sus clientes, incluidos los causados por la recepción de incentivos de terceros.

Para poder considerar que las entidades cumplen con sus obligaciones de detectar, gestionar o prevenir los conflictos de interés en los supuestos en los que perciban incentivos de terceros, la Directiva MiFID II establece que estos incentivos deben cumplir con los siguientes requisitos:

- a) Haber sido concebidos para mejorar la calidad del servicio pertinente prestado al cliente,
- b) No perjudiquen el cumplimiento de la obligación de la entidad de actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de sus clientes, y
- c) Hayan sido revelados al cliente, de forma clara, exacta y comprensible, antes de la prestación del servicio de inversión o au-



xiliar correspondiente, la existencia, naturaleza y cuantía del incentivo o, cuando dicha cuantía no pueda determinarse, el método de cálculo de esa cuantía.

La Directiva Delegada establece las condiciones que deben cumplirse para considerarse que un incentivo está diseñado para elevar o mejorar la calidad del servicio y, por lo tanto, justificar el cumplimiento del requisito a) mencionado anteriormente. Las condiciones establecidas en la Directiva Delegada son las siguientes:

- Que el incentivo esté justificado por la prestación de un servicio adicional o de nivel superior al cliente, proporcional al nivel de los incentivos recibidos;
- Que el incentivo no beneficie directamente a la entidad receptora, sus accionistas o empleados sin un beneficio tangible para el cliente en cuestión; y
- Que el incentivo esté justificado por la provisión de un beneficio continuo al cliente en cuestión en relación con un incentivo continuo.

En relación con la condición (i), que se preste un «servicio adicional o de nivel superior al cliente», el artículo 11.2 de la Directiva Delegada relaciona tres ejemplos en los que el regulador europeo considera que se presta un servicio adicional o de nivel superior. Si una entidad se encuentra en uno de estos ejemplos, se entiende que debería considerarse que está cumpliendo con la primera de las condiciones necesarias para justificar que se está elevando la calidad del servicio.

Los ejemplos de servicios adicionales o de nivel superior que permiten justificar que se eleva la calidad del servicio prestado incluidos en la Directiva Delegada son:

- a) 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,
- b) La provisión de asesoramiento no independiente sobre inversión combinado con bien 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 otro servicio continuo que probablemente sea de valor para el cliente, como el asesoramiento sobre la asignación óptima propuesta para sus activos, o
- c) 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.

El haber restringido a estos tres ejemplos la posibilidad de cobrar o pagar incentivos ha supuesto un reto para las entidades, principalmente en el ámbito de banca comercial, pues



to que como veremos más adelante en la mayoría de las ocasiones ha supuesto la necesidad de revisar y ajustar sus modelos de prestación de servicios de inversión para poder mantener el ingreso de los incentivos.

Adicionalmente, el reglamento de desarrollo de la Ley del Mercado de Valores aprobado recientemente en España incluye nuevas obligaciones en relación con los supuestos en los que se persiga justificar el aumento de la calidad del servicio y, por lo tanto, el cobro de incentivos.

La normativa española establece que si las entidades justifican su aumento de la calidad basándose en los supuestos (i) o (iii), se considera que se está incluyendo un número apropiado de instrumentos de terceras partes proveedoras cuando al menos se ofrezcan dos alternativas de terceros en cada categoría de fondos que se comercialicen y que al menos el veinticinco por cien del total de productos ofrecidos sean de terceros. Este punto es especialmente relevante puesto que conlleva la necesidad de revisar los modelos de servicios diseñados por las entidades con el fin de asegurar el cumplimiento de estos nuevos requisitos. Al tratarse de una novedad reciente hasta la fecha las entidades están valorando el impacto que pueda tener esta nueva obligación.

Asimismo, el mencionado reglamento establece que la categoría de instrumentos financieros deberá establecerse con un nivel de granularidad suficiente que impida que se agrupen instrumentos financieros con distintas características y niveles de complejidad y riesgo. En particular, en el caso de las instituciones de inversión colectiva la categoría se determinará según la vocación inversora de la misma, estando pendiente de que la Comisión Nacional del Mercado de Valores precise la determinación de las categorías de los instrumentos financieros con suficiente granularidad.

Asimismo, se establece que un producto tendrá la consideración de producto de tercero si no están gestionados ni se presta el servicio de asesoramiento respecto al mismo por parte de entidades del mismo grupo ni entidades en las que el comercializador o entidades de su grupo tengan una participación significativa.

Finalmente, el reglamento de transposición ha incluido una nueva definición de incentivo, que puede ser muy relevante para las entidades que, en muchos casos al hacer la implantación de la normativa MiFID II no hubieran considerado que pudiera existir incentivos en la distribución de ciertos productos. La nueva norma establece que se considerará que hay percepción de incentivos siempre que se comercialicen instrumentos financieros diseñados o gestionados por entidades del mismo grupo sin, expresamente, percibir remuneración o percibiendo una remuneración de valor inferior al valor razonable. Por lo tanto, esta novedad supone la necesidad de todas las entidades de llevar a cabo una revisión de los productos que distribuyen e identificar aquellos emitidos o gestionados por entidades de su grupo. Una vez identificados será necesario determinar si la entidad percibe una remuneración por la distribución, por debajo del valor razonable o no percibe remuneración alguna, en cuyo caso, se considerará que existe un incentivo y por lo tanto el modelo de distribución deberá adecuarse a alguno de los tres supuestos recogidos por la normativa.

4. EVALUACIÓN DE CONOCIMIENTOS Y COMPETENCIAS DE LOS EMPLEADOS

Otra de las novedades de la Directiva MiFID II que ha afectado a los modelos de prestación de servicios de las entidades financieras



es la exigencia de evaluar los conocimientos y competencias de sus empleados y su red de agentes.

En particular, la normativa establece que las entidades deben asegurar y poder demostrar a las autoridades de supervisión que las personas físicas que prestan el servicio de asesoramiento o simplemente proporcionan información sobre instrumentos financieros, servicios y actividades de inversión o servicios auxiliares a los clientes, disponen de los conocimientos y las competencias necesarios para cumplir sus obligaciones.

Para determinar cómo deben cumplir las entidades con esta nueva obligación, la ESMA publicó en marzo de 2016 las «Directrices para la evaluación de los conocimientos y competencias» cuyo objeto es establecer los criterios para evaluar los conocimientos y competencias exigidos. En España, la CNMV se adhirió a las mencionadas Directrices y en junio de 2017 publicó su Guía Técnica 4/2017, en la que, teniendo en cuenta las Directrices de ESMA, concreta los criterios que la CNMV considera adecuados para que las entidades puedan demostrar que el personal que informa o que asesora sobre servicios de inversión posee los conocimientos y competencias necesarios.

El objetivo de esta nueva obligación, en palabras de la propia CNMV, es *«que los inversores comprendan los riesgos de los productos en los que invierten, para lo cual es preciso que quien se los ofrezca disponga de los conocimientos necesarios para entenderlos y saber explicarlos y para valorar si son adecuados o idóneos para cada cliente, lo que debe ser garantizado por las entidades que prestan servicios de inversión. Si bien disponer de conocimientos adecuados por parte de quien informa o asesora no es garantía de una adecuada prestación del servicio, sí constituye un requisito para ello»*.

Las entidades por tanto deben contar con

políticas y procedimientos que aseguren que el personal relevante cuenta con los conocimientos y competencias adecuados. El nivel de conocimientos que se exigirá al personal variará dependiendo de si se presta el servicio de asesoramiento o simplemente de proporcionar información a los clientes. Para ello, las entidades deben de identificar en primer lugar al personal relevante y teniendo en cuenta el tipo de servicio que preste a los clientes, exigirle un nivel de conocimiento adecuado. Las materias sobre las que al menos deben evaluarse los conocimientos del personal en función del servicio están recogidas tanto en las Directrices de ESMA como en la citada Guía Técnica 4/2017 de CNMV. La evaluación que se realice deberá considerar que al menos se han cumplido los siguientes requisitos:

- El personal cuenta con conocimientos y competencias sobre las materias identificadas por ESMA y CNMV.
- En general, se deberá verificar que el personal ha recibido un número mínimo de horas lectivas, al menos de 80 en el caso del personal que solo facilita información y de 150 en el caso del personal que asesora.
- La formación recibida deberá incluir tanto formación teórica como práctica.
- La formación podrá ser impartida por las propias entidades financieras o mediante convenios con entidades formadoras y podrá ser presencial o a distancia.
- La evaluación del personal y la acreditación o certificación de la cualificación podrá ser realizada por la propia entidad o por entidades externas.
- Se exigirá una formación continuada mínima para el personal que informa y asesora deberá ser de 20 y 30 horas lectivas anuales, respectivamente.



No obstante, la Guía Técnica 4/2017 de CNMV también prevé que las entidades adapten los requisitos a sus circunstancias, como por ejemplo sucede en el caso de sucursales extranjeras con requisitos similares en sus países de origen, bajo la responsabilidad del órgano de administración y por tanto de su director de Cumplimiento.

Asimismo, la CNMV ha publicado un listado de títulos o certificados de entidades especializadas y considera que el personal relevante que disponga de alguno de los títulos o certificados incluidos en esta lista cuenta con la cualificación adecuada para la prestación de los servicios que la propia lista indique en cada caso.

En cuanto a la experiencia mínima, se considera que el periodo mínimo para obtenerla, tanto para el personal que informa como para el que asesora, será de seis meses en jornada completa (o equivalente en jornada parcial) prestando los correspondientes servicios.

Para aquellos empleados o personal relevante que no hayan adquirido los conocimientos y competencias requeridos se prevé la posibilidad de que los mismos puedan actuar bajo la supervisión de otros empleados que sí tengan acreditados sus conocimientos y competencias. No obstante, el período máximo durante el que un empleado que carezca de la cualificación o la experiencia pueda prestar los correspondientes servicios bajo supervisión será de cuatro años.

Por otra parte, la Directiva hace referencia a la formación de los empleados encargados del diseño de productos, de manera que las entidades deberán asegurarse de que el personal pertinente que intervenga en la producción de los instrumentos financieros posea los conocimientos técnicos especializados necesarios para comprender las características y los riesgos de los instrumentos financieros que se proponen producir.

5. NUEVAS OBLIGACIONES SOBRE GOBERNANZA DE PRODUCTOS

Una de las novedades de la Directiva MiFID II son las nuevas exigencias sobre gobernanza de productos y, en particular, la identificación del mercado objetivo. La Directiva MiFID II distingue por primera vez las obligaciones de la fábrica del producto o instrumentos financiero, entendiendo por fábrica a la entidad que crea, desarrolla, emite o diseño instrumentos financieros, o participa en su creación, desarrollo, emisión o diseño, y las obligaciones de los distribuidores de productos, que en algunos casos pueden coincidir en la misma entidad financiera.

En cuanto a las fábricas, la Directiva MiFID II establece que éstas deberán garantizar que los productos que fabrican están diseñados para responder a las necesidades de un mercado destinatario definido de clientes finales. Por lo tanto, deberán identificar el público objetivo.

Asimismo, deberán garantizar que la estrategia de distribución de los instrumentos financieros sea compatible con el público objetivo definido, debiendo adoptar asimismo medidas razonables para garantizar que el instrumento se distribuya en el mismo.

En cuanto a los distribuidores, la normativa establece que éstos deberán comprender las características de los instrumentos financieros que ofrecen o recomiendan y valorar la compatibilidad de estos con las necesidades de los clientes a quienes prestan servicios, teniendo en cuenta asimismo el mercado destinatario definido de los clientes finales definido por la fábrica, y garantizar que los instrumentos se ofrezcan o comercialicen únicamente cuando ello redunde en interés del cliente.

En la práctica, estas nuevas obligaciones suponen una importante novedad que se debe de tener en cuenta por las entidades a la hora



de la distribución. Ya no solo las entidades distribuidoras deben de cumplir con las obligaciones de información y actuación establecidas para cada uno de los servicios, si no que antes de iniciar el proceso de distribución deben evaluar el público objetivo y la estrategia de distribución definida por la fábrica y adecuar sus modelos de distribución para seguir estas pautas. En todo caso, si durante la distribución no se han seguido las pautas marcadas por la fábrica, el distribuidor tiene el deber de comunicar la desviación para que la fábrica tenga conocimiento de esta y en su caso revise el mercado destinatario definido.

6. NUEVAS RESPONSABILIDADES DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

La Directiva MiFID II hace hincapié en la responsabilidad del Consejo de Administración. En este sentido, se establece que el Consejo debe asumir unas responsabilidades claras en todo el ciclo económico de la entidad. En particular la normativa prevé que dentro de las responsabilidades del Consejo esté la aprobación de un sistema de gobierno que garantice una gestión eficaz y prudente, que promueva la integridad del mercado y el interés de los clientes. En todo caso, estos sistemas de gobierno deben incluir las siguientes responsabilidades:

- Determinar los objetivos estratégicos de la entidad en relación con la prestación de servicios de inversión,
 - Determinar la estrategia de riesgo y el sistema de gobierno interno de la entidad.
 - Aprobación de la estrategia de organización interna, incluidos los criterios de selección y formación del personal.
 - Llevar a cabo una supervisión efectiva de la alta dirección.
- Fijar y aprobar la política global que rige la prestación de servicios y actividades, incluida la remuneración del personal encargado de las ventas, y la aprobación de nuevos productos para distribuir entre los clientes.
 - Definir la organización de la entidad, incluidos los conocimientos, competencias y experiencia exigidos al personal, los recursos y procedimientos y las disposiciones aplicables a la prestación de los servicios o la realización de las actividades.

El Consejo de Administración deberá controlar y evaluar periódicamente la adecuación y la aplicación de los objetivos estratégicos de la entidad, la eficacia del sistema de gobierno corporativo y la adecuación de las estrategias relativas a la prestación de servicios a los clientes, y tomará las medidas adecuadas para solventar cualquier deficiencia.

7. ¿CUÁLES HAN SIDO LOS PRINCIPALES IMPACTOS EN LOS MODELOS DE NEGOCIO? ¿SE HA PRODUCIDO REALMENTE UN CAMBIO EN LOS MODELOS DE PRESTACIÓN DE SERVICIOS?

7.1. *IMPACTOS DE LA PROHIBICIÓN DE PERCIBIR INCENTIVOS EN EL SERVICIO DE GESTIÓN DISCRECIONAL DE CARTERAS*

Las principales implicaciones de esta nueva exigencia en el servicio de gestión discrecional de carteras han sido las siguientes:

- Las entidades han tenido que redefinir el modelo de ingresos por el servicio. Si bien tradicionalmente los clientes ya pagaban



una comisión a las entidades por la prestación del servicio de gestión discrecional de carteras, el modelo de ingresos en la mayoría de los casos se veía complementado por la percepción de incentivos por parte de terceras entidades, principalmente en el caso de inclusión dentro de las carteras de los clientes de fondos de inversión. Por lo tanto, al prohibir de forma expresa el cobro de incentivos y mantener el modelo de ingresos por parte de las entidades que prestan estos servicios se ha tenido que revisar el *pricing* fijado por las entidades, a través del aumento de las comisiones por el servicio de gestión discrecional de carteras, y la inclusión o aumento de otras comisiones cobradas por las entidades como la comisión de custodia.

- Se ha producido un desarrollo de nuevos modelos de prestación del servicio de gestión discrecional de carteras, con menores costes que los modelos tradicionales que permiten a las entidades dirigir estos servicios a clientes a los que no se solía ofrecer este tipo de servicios, más vinculado hasta ahora con los segmentos de banca privada y banca personal. En este sentido han surgido en el mercado las conocidas carteras de gestión industrializada, es decir, a diferencia de las carteras de gestión personalizadas en las que las entidades construyen carteras *ad hoc* que se ajustan a las necesidades y objetivos de cada uno de sus clientes, con herramientas y gestores especializados, las nuevas carteras de gestión industrializada están diseñadas para cubrir las necesidades y objetivos de distintos grupos de clientes, de modo que todos los clientes que compartan un mismo perfil de riesgo o perfil de inversión pueden tener acceso a una o varias carteras que cubran estas necesidades. En definitiva no se trata de carteras

que se construyen de manera personalizada para cada uno de los clientes tras la evaluación que la entidad realiza del cliente, sino que son carteras que se diseñan de antemano para cubrir de forma genérica los distintos perfiles de riesgo o inversión que tiene definidos cada una de las entidades y en función de la evaluación que se realice a los clientes se ofrece una u otra cartera, idéntica para el mismo tipo de cliente. En estos casos, el coste del servicio disminuye notablemente para las entidades puesto que el tiempo y recursos que emplean para la construcción y seguimiento de las carteras son menores que en el caso de carteras personalizadas y, por lo tanto, las comisiones que se cobran a los clientes por estos servicios son muy competitivas.

Durante los últimos meses de 2017 las entidades llevaron a cabo una revisión de sus carteras gestionadas con el fin de sustituir los productos que generaban incentivos por otros que no originaban estos ingresos. En este sentido, en paralelo los fabricantes de los productos, principalmente las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva han registrado nuevas clases de fondos, denominadas «clases limpias» dirigidas al servicio de gestión discrecional de carteras en la que ya no se prevé el pago de incentivos. De este modo se ha producido un traspaso de productos en los que existían incentivos a otros carentes de los mismos. En los casos en los que no se han podido «limpiar» las carteras de productos con incentivos, las entidades se han visto obligadas a desarrollar procedimientos que les permita cumplir con la obligación de devolver a los clientes íntegramente las comisiones percibidas por los terceros. En este punto es importante destacar que



la Directiva MiFID II prohíbe la posibilidad de netear esta devolución de incentivos con las comisiones pagadas por los clientes por el servicio, es decir, debe tratarse de un pago separado identificado como devolución de incentivos. Asimismo, al tratarse la devolución del incentivo, a efectos fiscales será considerado como un rendimiento de capital, por lo que la entidad que la lleve a cabo deberá realizar la correspondiente retención al cliente. Asimismo, recordar que ante las peticiones que se vinieron haciendo por parte de la industria a los reguladores y supervisores de que está nueva obligación de prohibición de incentivos en la gestión discrecional de carteras solo resultase de aplicación a los productos contratados en carteras gestionadas a partir de 3 de enero de 2018, existen pronunciamientos concretos de algunos supervisores, como es el caso de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en España¹, que indican su aplicación a productos contratados con anterioridad a esa fecha: *«La CNMV considera que los gestores de cartera no podrán seguir recibiendo y reteniendo incentivos de terceros por posiciones que provengan de operaciones realizadas con anterioridad al 3 de enero de 2018. En relación con esta cuestión conviene señalar que no existe en MIFID II ninguna cláusula transitoria a este respecto».*

Este criterio ha sido respaldado por el RD de 28 de diciembre de 2018 al establecer que las entidades que presten servicios de gestión de carteras deberán devolver a los clientes los honorarios, comisiones o beneficios monetarios abonados o entregados por terceros.

Es importante señalar que los impactos de

la nueva prohibición del pago y cobro de incentivos en el servicio de gestión discrecional de carteras afectaban de igual manera a las entidades, si bien el impacto será mayor o menor dependiendo del tipo de servicio de gestión discrecional prestado y los segmentos a los que se ha dirigido.

7.2. *IMPACTOS DE LA PROHIBICIÓN DE PERCIBIR INCENTIVOS EN EL NUEVO SERVICIO DE ASESORAMIENTO INDEPENDIENTE*

Tal y como hemos mencionado anteriormente, una de las principales novedades de la Directiva MiFID II ha sido la inclusión, como un nuevo servicio de inversión, del asesoramiento independiente. En un principio, cuando se empezó a analizar y valorar el impacto de la nueva directiva, se pensó que uno de los principales impactos en los modelos de negocio iba a ser la inclusión de este nuevo servicio de asesoramiento independiente, principalmente en los segmentos de banca privada de las entidades. La principal razón era que, la propia definición del servicio de asesoramiento independiente hacía pensar que, en la práctica, el asesoramiento que se venía prestando en segmentos de banca privada, en principio parecía que cumplía con los requisitos que se exigen para declarar el asesoramiento como independiente. Recordemos que los requisitos exigidos para definir el servicio como asesoramiento independiente son: (i) la necesidad de evaluar una amplia gama de productos para llevar a cabo una recomendación de inversión y (ii) la prohibición de percibir incentivos o, en el caso de percibirlos, la necesidad de su devolución íntegra a los clientes.

No obstante, a continuación, analizaremos que las razones por las que los servicios de asesoramiento prestados tradicionalmente en los

¹ Preguntas y respuestas sobre la aplicación de la Directiva MiFID II, Comisión Nacional del Mercado de Valores



segmentos de banca privada, en la práctica, no se ajustan exactamente a los requisitos exigidos por la nueva normativa para poder ser considerados como el asesoramiento independiente.

En primer lugar, está la necesidad de evaluar una amplia gama de productos, incluyendo productos de terceras entidades, para llevar a cabo una recomendación de inversión a los clientes. Si bien la mayoría de las entidades en sus segmentos de banca privada ya consideran que cumplen con este requisito, no se ha aclarado ni en la normativa de desarrollo, ni en las directrices, recomendaciones o documentos de preguntas y respuestas que han ido publicando los supervisores qué debe entenderse como amplia gama de productos. En este sentido, existen muchas entidades que en las recomendaciones de inversión que realizan a sus clientes pertenecientes de banca privada, incluyen únicamente producto propio, esto es producto emitido o fabricado directamente por la propia entidad que presta el servicio asesoramiento o por alguna de sus entidades del grupo en determinadas tipologías.

El hecho de que no exista una definición acerca de qué debe de considerarse exactamente como amplia gama hace que en ocasiones y, en particular como decíamos, con cierta tipología de productos, como, por ejemplo, productos de renta fija o derivados las entidades que asesoran y a su vez fabrican estos productos normalmente incluyen en sus recomendaciones de inversión únicamente sus propios productos y no productos de terceras entidades. Asimismo, otros productos que típicamente son incluidos en recomendaciones de inversión como por ejemplo los fondos de inversión, cuando el asesoramiento se presta desde una entidad que cuenta con una entidad gestora dentro del grupo, generalmente a la hora de llevar a cabo una recomendación de inversión a clientes de los segmentos de banca

privada, las entidades evalúan fondos de inversión gestionados por terceras entidades, junto con fondos gestionados por la entidad gestora del grupo. En este sentido, parece razonable entender que el hecho de evaluar productos gestionados por terceros cumple con el requisito de una amplia gama de productos, no obstante, ni los reguladores ni los supervisores han establecido un criterio definitivo, por lo que en muchos casos existe todavía la incertidumbre de si por el hecho de incluir productos propios en una recomendación inversión se puede estar incumpliendo con el requisito para definir el servicio como asesoramiento independiente, o si se va a exigir una proporción máxima de productos propios, en el mejor de los casos.

El segundo requisito indispensable para poder definir el servicio de asesoramiento como independiente es la prohibición del cobro de incentivos por parte de terceros.

En este sentido, parece que la norma quiere evitar que las entidades denominen sus servicios como independientes cuando el ingreso por los mismos proviene del pago por parte de terceros y no directamente del pago de los clientes que perciben el servicio de asesoramiento.

Si bien antes de la entrada en vigor de la directiva existían entidades que ya contaban con modelos de percepción de comisiones explícitas por la prestación del servicio de asesoramiento, en la mayoría de los casos, el ingreso de las entidades que prestaban asesoramiento a segmentos de banca seguía proviniendo de las retrocesión o incentivos pagados por terceras entidades, principalmente las fábricas de los productos recomendados. En algunos casos, principalmente en entidades «boutiques» o especializadas en banca privada, existía la posibilidad devolver el incentivo percibido a los clientes a través de neteo de las comisiones pagadas por estos. Y, tal y como hemos



indicado anteriormente, la Directiva MiFID II no prevé la posibilidad de que el neteo de los incentivos con las comisiones pagadas por los clientes pueda considerarse como el modo de cumplir el requisito de la devolución de incentivos, por lo que no sería suficiente para que las entidades pudieran definir el asesoramiento como independiente.

En cuanto a la posibilidad de llevar a cabo un cambio en la percepción de ingresos y pasar a cobrar comisiones explícitas por parte de los clientes, muchas entidades no han considerado que este cambio en la retribución por los servicios vaya a ser entendido y aceptado por los clientes. Por el contrario, han considerado que el efecto de aplicar comisiones explícitas, por un servicio que hasta ahora era aparentemente gratuito tendría un impacto negativo en la experiencia del cliente, que difícilmente lo consideraría una mejora del servicio prestado.

Otro de los motivos por los que la mayoría de las entidades no han optado por cambiar su modelo, incluso en aquellos casos en los que ya se estaba percibiendo una comisión explícita por parte de los clientes, ha sido la imposibilidad de netear el incentivo.

Finalmente, tal y como hemos indicado en el apartado del impacto en el servicio de gestión discrecional de carteras, existen unas implicaciones fiscales no resueltas que hacen difícil pensar que las entidades, en el corto plazo, puedan evolucionar sus modelos en los segmentos de banca privada al servicio de asesoramiento independiente. Estos impedimentos fiscales son los siguientes:

- En primer lugar, la comisión explícita por el servicio de asesoramiento debe incluir el IVA y, por el contrario, salvo que exista un pronunciamiento en contrario por parte de las autoridades tributarias, el incentivo que paga un tercero a las entidades que prestan asesoramiento está

exento de IVA. Esto hace que, si se pasa a un modelo de comisión explícita y las entidades quieren mantener el ingreso que venían percibiendo por el servicio de asesoramiento, al incluir el IVA en la factura del cliente, en la práctica, se encarecerá el servicio, sin ningún tipo de beneficio para ninguna de las dos partes.

- En segundo lugar, en el caso de percibir el incentivo y tener que proceder a su devolución íntegra al cliente, al igual que indicábamos en el apartado correspondiente al servicio de gestión discrecional de carteras, ante la imposibilidad de llevar a cabo un neteo con las comisiones, por tratarse de la devolución del incentivo a efectos fiscales, será considerado como un rendimiento de capital con lo que la entidad que la lleve a cabo deberá realizar la correspondiente retención al cliente.

Por todas estas razones, si bien en un primer momento se consideraba que el nuevo servicio de asesoramiento independiente iba a ser una de las principales novedades en las revisiones de los modelos de negocio de las entidades, en la práctica tanto por la falta de concreción regulatoria como por los impedimentos operativos, finalmente existen pocas entidades que hayan optado por evolucionar sus modelos de asesoramiento al asesoramiento independiente.

7.3. IMPACTOS DE LA RESTRICCIÓN DE PERCIBIR INCENTIVOS EN SERVICIOS DISTINTOS AL ASESORAMIENTO INDEPENDIENTE Y LA GESTIÓN DISCRECIONAL DE CARTERAS

Tal y como hemos indicado en el apartado anterior, la mayoría de las entidades que prestan servicios de asesoramiento en segmentos



de banca privada han optado por definir su servicio de asesoramiento como no independiente, y en la mayoría de los casos, mantener la percepción de incentivos por parte de terceros como la principal vía de ingresos del servicio. No obstante, la normativa exige que para poder seguir percibiendo incentivos por parte de terceros es necesario cumplir con una serie de requisitos establecidos en la Directiva MIFID II. Por lo tanto, el principal reto al que se han enfrentado las entidades ha sido el justificar el cumplimiento de estos requisitos para poder mantener los ingresos.

Los requisitos exigidos por la normativa para el mantenimiento de incentivos son:

- informar de forma adecuada a los clientes del incentivo percibido,
- justificar que el incentivo percibido se traduce en un aumento de la calidad del servicio prestado a los clientes y, por último,
- justificar un beneficio continuado a los clientes en el caso de que el incentivo percibido se cobre de manera recurrente.

El primero de los requisitos sobre la obligación de información ha supuesto para las entidades la necesidad de llevar a cabo una revisión de los modelos de información y principalmente de las recomendaciones o propuestas de información utilizadas y la información sobre productos y costes y gastos que se proporcionan a los clientes, en los cuales se han incluido partidas específicas para la inclusión de información sobre incentivos. En esta información se debe detallar la cuantía exacta o el método de cálculo del incentivo que se va a percibir por parte de la entidad.

No obstante, el principal escollo al que se enfrentaban las entidades era encajar su modelo de asesoramiento en alguno de los ejemplos que recoge la Directiva Delegada

para justificar el aumento de la calidad del servicio y, por lo tanto, dar cumplimiento al segundo de los requisitos exigidos para percibir incentivos.

En este sentido, tal y como hemos recogido anteriormente, existen tres ejemplos que permiten justificar el aumento de la calidad del servicio. De los tres ejemplos recogidos en la norma, los dos primeros se refieren específicamente al servicio de asesoramiento, por lo que las entidades debían justificar que sus servicios de asesoramiento se ajustaban a alguno de estos dos ejemplos.

El primer ejemplo establece que el hecho de evaluar e incluir en las recomendaciones de inversión productos de terceras entidades y no únicamente producto propio, debe ser considerado de por sí como un aumento de la calidad del servicio asesoramiento y, por lo tanto, justifica el cobro de incentivos. La mayoría de las entidades ya incluían en sus segmentos de banca privada propuestas o recomendaciones de inversión producto de terceras entidades. No obstante, tal y como hemos indicado anteriormente, no es suficiente para cumplir con este supuesto incluir producto de terceros, si no que se deberán cumplir con las nuevas obligaciones incluidas en el reglamento de transposición que exige que se ofrezcan dos alternativas de terceros en cada categoría de fondos que se comercialicen y que al menos el veinticinco por cien del total de productos ofrecidos sean de terceros. La categoría de instrumentos financieros deberá establecerse con un nivel de granularidad suficiente que impida que se agrupen instrumentos financieros con distintas características y niveles de complejidad y riesgo. En particular, en el caso de las instituciones de inversión colectiva la categoría se determinará según la vocación inversora.

Adicionalmente, la Directiva Delegada incluye un segundo ejemplo que cubre la po-



sibilidad del cobro de incentivos si se presta el servicio de asesoramiento. Este ejemplo no exige incluir en las recomendaciones de inversión productos de terceras entidades, y establece que por el hecho de prestar un servicio de asesoramiento en el que se le ofrezca al cliente llevar a cabo al menos anualmente una revisión de la idoneidad de la recomendación realizada o bien proveer de manera continuada a los clientes de información sobre los productos que encajen en su perfil de inversión, las entidades pueden justificar el aumento de la calidad del servicio y, por lo tanto, dar cumplimiento al segundo de los requisitos para el mantenimiento de incentivos.

Este es el supuesto que, en principio, ha sido el preferido por las entidades para su segmento de banca comercial, si bien el aumento en la información, que ya no podrá ser genérica respecto a la evolución del producto, sino personalizada para cada cliente, supone un reto indudable desde el punto de vista comercial y operativo.

En cualquier caso, el último requisito para el cobro de incentivos, exige justificar un beneficio continuado al cliente en el supuesto de percibir el incentivo de forma recurrente, el hecho de implantar modelos de revisión de la idoneidad de la recomendaciones realizadas, incluso en periodos temporales inferiores al año, que es el mínimo que exige la normativa, generalmente mediante informes trimestrales o mensuales enviados a los clientes o acceso a una información continuada sobre la idoneidad, justifican el aumento de la calidad del servicio de forma continuada. No obstante, no sabemos todavía cuál será el criterio de supervisión seguido por las autoridades en los distintos países, en particular el seguido por la CNMV en España, para valorar si ciertos servicios de valor añadido y adicionales son suficientes para justificar un beneficio continuado en los clientes que sea proporcional el

cobro de incentivos por parte de las entidades de manera recurrente.

De este modo, podemos concluir que cualquiera de los ejemplos indicados anteriormente cubre la mayoría de los servicios de asesoramiento que antes de la entrada en vigor de la Directiva MiFID II se venían prestando por las entidades en los segmentos de banca privada. Por este motivo, en la práctica los servicios de asesoramiento prestados en segmentos de banca privada no se han visto afectados de manera significativa siempre y cuando las entidades hayan optado por definir su servicio de asesoramiento, como asesoramiento no independiente.

Ahora bien, no cabe duda de que los servicios prestados en los segmentos de banca comercial son los más afectados por la nueva regulación y, en concreto, por las exigencias para justificar el cobro de incentivos. En la práctica, en los segmentos de banca comercial no se venía prestando un servicio de asesoramiento, sino que la distribución se realizaba a través del servicio de recepción y transmisión de órdenes, más conocido como comercialización.

En los servicios de comercialización, el ingreso que percibían las entidades provenía de incentivos pagados por terceras entidades, principalmente las fábricas de los productos comercializados, y no por la percepción de una comisión explícita pagada por el cliente que adquiriría los productos.

Pues bien, ante la imposibilidad de cambiar el modelo de ingresos por la dificultad de pasar a un modelo de cobro explícito de comisiones en los servicios de comercialización, el principal reto al que se han enfrentado las entidades que prestan estos servicios ha sido el cumplir con los requisitos establecidos por la normativa, principalmente el de justificar el aumento de la calidad del servicio. En concreto, las entidades que pertenecen a un



grupo financiero en el que existen otras entidades «fábricas» de producto, en la práctica distribuían a través de sus modelos de comercialización únicamente producto propio y no producto de terceros. Como se ha indicado anteriormente, sólo el tercer ejemplo incluido en la Directiva Delegada permite justificar el aumento de la calidad del servicio cuando se prestan servicios de comercialización exigiendo en todo caso que las entidades den acceso a los clientes a producto de terceros y se ponga a su disposición herramientas de valor añadido, que permitan justificar el aumento de la calidad del servicio. El problema, por tanto, es que las entidades, principalmente las pertenecientes a grupos financieros, no cumplían con el primer requisito del ejemplo de dar acceso a producto de terceros en sus modelos de comercialización.

Esta exigencia ha supuesto que, las entidades que han optado por mantener el ingreso a través de incentivos pagados por terceros han tenido que hacer una revisión en profundidad de sus modelos de comercialización para ajustarlo a alguno de los ejemplos previstos en la ley.

La mayoría de las entidades de banca comercial, principalmente en los servicios prestados en oficina, han optado por evolucionar sus servicios de comercialización a un servicio de asesoramiento simplificado. A diferencia del asesoramiento típico de los segmentos de banca privada, el asesoramiento simplificado supone la recomendación de un producto para una inversión concreta evaluando la idoneidad de dicha inversión sin tener en cuenta el patrimonio total del cliente. Esta evolución ha supuesto un cambio en los modelos de comercialización pasando a asesorar a sus clientes de manera puntual sobre inversiones concretas, sin necesidad de incluir en sus recomendaciones de inversión producto de terceras entidades. De este modo, las entidades situarían su modelo de servicios en el

segundo ejemplo que prevé la Directiva Delegada para justificar el aumento de la calidad del servicio. Para ello las entidades han tenido que transformar sus modelos de servicios para cumplir con todas las obligaciones exigidas en la normativa para la prestación del servicio de asesoramiento y han tenido que desarrollar modelos de información que permitan cumplir con la necesidad de evaluar al menos anualmente la idoneidad de las recomendaciones realizadas.

Adicionalmente, se han implantado otros modelos para poder justificar el cobro de incentivos en los servicios de comercialización, sin necesidad de transformar el servicio en asesoramiento, principalmente en canales o servicios prestados a distancia. Estos nuevos servicios consisten principalmente en la implantación de plataformas de comercialización en las que se da acceso a producto de terceras entidades, sin necesidad asesorar, con herramientas que permitan a los clientes identificar las inversiones que más se ajusten a sus necesidades. Por lo tanto, en estos casos, se han mantenido modelos tradicionales de servicios de comercialización si bien se ha optado por incluir dentro de la gama de productos ofertados productos de terceras entidades. Al igual que en el supuesto de asesoramiento no independiente incluyendo producto de terceros se deberán cumplir con las nuevas reglas establecidas en el reglamento para la consideración de existencia de productos de terceros, por lo que, en la práctica, las entidades que hayan optado por este modelo tendrán que revisarlos para asegurar que se cumplen con las nuevas exigencias. Los principales ejemplos de estos nuevos modelos de comercialización son las plataformas online para la adquisición de fondos de inversión o servicios de comercialización de fondos de inversión en «mera ejecución». Las entidades que han optado por estos nuevos modelos de distribución a distancia in-



cluyen principalmente productos gestionados por entidades gestoras extranjeras que permiten justificar el cumplimiento de dar acceso a una amplia gama de productos de terceros.

Al igual que hemos indicado con el modelo seguido en los segmentos de banca privada además del requisito del aumento de la calidad del servicio las entidades deben cumplir con el requisito de provisión de información a los clientes y la justificación de que se produce un beneficio continuado a los clientes siempre y cuando se perciba un incentivo de manera recurrente.

7.4. IMPACTOS DE LAS NUEVAS EXIGENCIAS DE EVALUACIÓN DE CONOCIMIENTOS Y COMPETENCIAS DEL PERSONAL RELEVANTE

Como se ha señalado anteriormente, uno de los principales impactos de la Directiva MiFID II, que ha afectado a los modelos de negocio de las entidades que prestan servicios de inversión, son las nuevas exigencias de evaluación y acreditación de los conocimientos y competencias del personal, entendiendo por personal empleados y agentes, que presta servicios de asesoramiento o que entrega a los clientes información sobre productos o servicios. Dentro de estas obligaciones hay que destacar las diferencias que existen en las exigencias de conocimientos y competencias dependiendo del tipo de servicio que se preste.

El impacto, por lo tanto, hay que medirlo en función del tipo de servicio que se está prestando. Asimismo, existirán diferencias entre los conocimientos exigidos dependiendo de la tipología de productos que se ofrezcan a través de los servicios. Esto es, cuanto más complejos sean los productos ofrecidos más

exigencias de conocimientos y competencias deberían ser requeridos al personal.

El porqué del impacto de estas nuevas exigencias en los modelos de las entidades se basa en que hasta la fecha de aplicación de la Directiva MiFID II no se exigía a las entidades que evaluaran y pudieran demostrar que el personal que participa en la prestación de servicios cuenta con los conocimientos y competencias suficientes.

A continuación, analizaremos cuáles han sido las principales causas de este impacto.

En primer lugar, hay que diferenciar entre las entidades que prestan servicios a segmentos de banca privada y las que prestan servicios dirigidos a segmentos de banca comercial. En la práctica, en los segmentos de banca privada los banqueros o gestores que venían prestando los servicios típicos de este segmento, como son el asesoramiento y la gestión discrecional de carteras, ya contaban en su gran mayoría con certificados que acreditaban sus conocimientos y competencias. Estos certificados a su vez han sido homologados en su gran mayoría por la CNMV y publicados en su lista cerrada de certificaciones válidas para mostrar el cumplimiento de esta obligación.

Por lo tanto, una vez más en el segmento de banca privada vemos que el impacto de la nueva normativa no ha sido tan relevante como en los segmentos de banca comercial. Generalmente, en estos segmentos de banca comercial, tal y como hemos indicado anteriormente, no se venía prestando a los clientes un servicio de asesoramiento. La distribución de instrumentos financieros se realizaba a través de servicio de comercialización. En estos casos, el personal de las entidades, principalmente aquel que presta los servicios en la red de oficinas, no contaba con ningún tipo de certificación que permitiera justificar los conocimientos y competencias exigidos para la prestación de los servicios. Por lo tanto,



una vez que las entidades realizaron el análisis de sus modelos de negocio, dependiendo del tipo de servicio que se hubiera decidido prestar, las entidades debían evaluar y tener justificación de que sus empleados contaban con conocimientos y competencias suficientes. Tal y como hemos indicado, en muchos casos los servicios de comercialización han evolucionado a un servicio de asesoramiento simplificado. En estos casos, aunque el asesoramiento que se preste se considera como un tipo de asesoramiento menos sofisticado que el prestado a clientes de banca privada, desde un punto de vista regulatorio, ese servicio ha de calificarse como asesoramiento en materia de inversión, y, por lo tanto, está sujeto a las mismas exigencias. De este modo, el personal de la red de oficinas de las entidades que han optado por la prestación de un servicio de asesoramiento simplificado debe contar con los conocimientos y competencias exigidos por la normativa para prestar asesoramiento, acreditando formación y conocimientos de todos los módulos que se establecen en la Directrices de ESMA, así como en la Guía Técnica 4/2017 de CNMV. Esto ha supuesto que, durante el año 2017 se incluyeron dentro de los programas de formación de las entidades financieras cursos y programas específicos para justificar los conocimientos y competencias en la prestación del servicio de asesoramiento.

El impacto no ha sido mucho menor en aquellas entidades que optaron por mantener dentro del segmento de banca comercial un modelo de servicios basado en la comercialización. Al igual que en el caso de las entidades que optaron por el modelo de asesoramiento simplificado, los empleados y red de agentes no contaban con certificaciones que permitieran acreditar sus conocimientos y competencias.

Para cumplir con las nuevas exigencias de la Directiva MiFID II, las entidades que cuentan con un número muy elevado de empleados

en su red de oficinas han optado por llegar a acuerdos con escuelas de formación y certificadores externos, para lanzar programas específicos que permitan formar y evaluar a los empleados en el servicio de asesoramiento. Estas escuelas de formación y certificadores externos a su vez han tenido que homologar sus programas de formación y sus certificaciones con la CNMV para tener acceso a la lista pública.

Es importante señalar, que estas obligaciones de evaluar los conocimientos y competencias no deben cumplirse únicamente al inicio de la prestación de servicios, sino que la norma exige que las entidades evalúen de forma continuada que el personal mantiene dichos conocimientos y competencias. Por lo tanto, en un inicio se ha exigido a los empleados pasar por programas de formación y acreditar mediante exámenes sus conocimientos y competencias iniciales, si bien, las entidades deberán anualmente reevaluar a todos sus empleados con el fin de poder acreditar que los mismos mantienen los conocimientos y competencias adquiridos para la prestación de los servicios.

Aquellas entidades que cuentan con redes más limitadas de empleados para la prestación de servicios de inversión han optado algunos casos por llevar a cabo evaluaciones de conocimientos y competencias de manera interna, esto es que los responsables de la función de cumplimiento a través de procedimientos internos han evaluado y han acreditado uno a uno si los empleados cuentan con conocimientos y competencias suficientes para la prestación de los servicios.

Asimismo, la normativa y las Directrices y Guías de los supervisores prevén la posibilidad de que aquellos empleados que no hayan podido acreditar conocimientos y competencias suficientes puedan llevar a cabo la prestación de servicios bajo supervisión. Esta supervisión debe estar realizada por alguna persona de la



entidad que sí tenga acreditados los conocimientos y competencias. Otro de los impactos de estas nuevas obligaciones en los modelos de las entidades, ha sido la implantación de programas de supervisión eficaces que permitan justificar que todas las operaciones llevadas a cabo por personas que no cuente con acreditación suficiente han sido supervisadas. En la práctica, dependiendo también del número de empleados y el número de operaciones que se lleven a cabo por las distintas entidades, el impacto y ha podido variar, exigiendo en muchos casos la implantación de procedimientos de supervisión automatizados, que permitan dejar rastro de la supervisión llevada a cabo en cada una de las operaciones.

Es importante destacar que la normativa indica que el responsable último dentro de las entidades del cumplimiento de la obligación de evaluar los conocimientos y competencias del personal es el órgano de administración. Esto hace pensar, que el regulador entiende como una de las grandes novedades de la Directiva MiFID II las nuevas exigencias de conocimientos y competencias de los empleados.

A tal efecto, la guía de CNMV, establece que los órganos de administración deberán establecer una política relativa a la cualificación del personal relevante. Esta política deberá contemplar aspectos, tales como, la exigencia o no de una formación mínima para acceder a la prestación de un servicio o la experiencia mínima que se requerirá a los empleados. Asimismo, los órganos de administración deberán establecer procedimientos para asegurar que el personal de la entidad es evaluado y reevaluado.

La CNMV establece también expresamente que los órganos de administración deberán garantizar que cuando el personal no haya podido adquirir los conocimientos y competencias necesarios para la prestación de servicios, no pueda seguir prestando los mismos, salvo

que se hayan establecido procedimientos adecuados de supervisión. Por lo tanto, tal y como hemos señalado estas nuevas obligaciones han tenido un impacto muy relevante en las entidades tanto desde un punto de vista organizativo como desde un punto de vista económico por el coste que ha supuesto para las entidades la acreditación de los conocimientos y competencias de sus empleados.

7.5. IMPACTO DE LAS NUEVAS EXIGENCIAS DE GOBERNANZA DE PRODUCTOS

Podemos decir que las nuevas normas en materia de gobernanza han tenido un impacto sustancial en los modelos de aprobación y lanzamiento de nuevos productos, tanto en las entidades financieras que emiten o diseñan instrumentos financieros, consideradas fábricas de productos, como en aquellas entidades encargadas de su distribución.

El principal impacto de la nueva normativa en las entidades financieras fábricas o productoras de productos consiste en que por primera vez se les exige que, antes de lanzar un nuevo instrumento financiero, deben identificar el público objetivo o mercado destinatario al que va dirigido. En este proceso, las fábricas no solo se basarán en criterios cuantitativos, sino que también deberán ponderar criterios cualitativos.

Básicamente, al determinar el mercado destinatario, los productores o fabricas deben en analizar e identificar las siguientes cinco categorías para cada uno de los productos:

- 1) El tipo de cliente al que se dirige el producto, esto es, siguiendo las categorías de MiFID si se trata de un cliente minorista, profesional o contraparte elegible.



- 2) La experiencia y conocimientos que deben tener los clientes a los que se dirige el producto. Los conocimientos y experiencia exigidos dependerán del tipo de producto y su nivel de complejidad.
- 3) La situación financiera y capacidad para asumir pérdidas de los clientes. En este sentido la fábrica debe especificar el porcentaje de pérdidas que deben estar dispuestos a asumir los clientes, así como las obligaciones de pago que puedan tener.
- 4) La tolerancia al riesgo, esto es la actitud que pueda tener el cliente en relación con los riesgos de sus inversiones, es decir, si el producto se dirige a clientes con un cierto apetito al riesgo o si, por el contrario, van dirigidos a aquellos que tienen un perfil más equilibrado o conservador.
- 5) Los objetivos y necesidades de los clientes, incluyendo el horizonte de inversión esperado.

Además de las cinco categorías que acabamos de mencionar, la fábrica deberá determinar cuál debería ser la estrategia de comercialización a seguir por los distribuidores de los productos para que favorezca la venta de cada producto entre el mercado destinatario definido. En este sentido, la fábrica debe proponer a los distribuidores el servicio de inversión que deberán prestar a sus clientes asociado al producto en cuestión.

Una vez determinado el mercado destinatario y la estrategia de distribución, las fábricas de los productos deberán recibir por parte de los distribuidores, información suficiente que les permita identificar si se han seguido las categorías indicadas y el tipo de servicio de inversión propuesto, así como las discrepancias que hayan podido surgir en el curso de

la distribución. Esta información deberá utilizarse por los productores en las revisiones periódicas que realizarán de la evolución de los instrumentos financieros, así como de los distribuidores que han seleccionado para llevar a cabo la venta de sus productos.

Ahora bien, si la nueva normativa ha tenido un impacto muy relevante en las fábricas de productos financieros, tal como acabamos de definir, el principal cambio se ha producido en el gobierno de productos de las entidades distribuidoras de productos. A continuación, identificaremos cuales han sido los principales efectos:

- Los distribuidores deben asegurar que los procedimientos para la aprobación y seguimiento de productos incluyen las nuevas obligaciones de identificación del mercado destinatario. Por lo tanto, el proceso de decisión y aprobación influirá directamente en la forma en la que se presten servicios y se lleve a cabo el negocio.
- Los distribuidores deben garantizar la coherencia entre los productos que van a ofrecer, sus clientes y los servicios asociados. En este sentido, será necesario que, en el proceso de aprobación e identificación del mercado destinatario llevado a cabo por los distribuidores, se tenga en cuenta el tipo de servicio que se va a prestar a los clientes para la distribución del instrumento financiero. Este aspecto es muy relevante puesto que, dependiendo del tipo de servicio que se vaya a prestar la entidad deberá obtener información suficiente de sus clientes como para poder asegurar que se siguen las cinco categorías identificadas anteriormente. Resulta evidente que, si la entidad presta a sus clientes un servicio de asesoramiento es porque cuenta con información suficiente sobre los mismos, que le permite cruzar



las características y necesidades del cliente con las cinco categorías del mercado destinatario. No obstante, si el servicio a través del que se distribuye un producto consiste en una mera ejecución, en la que la entidad no lleva a cabo ni siquiera un test de conveniencia, no tendrá información suficiente sobre el cliente que permita asegurar que se está siguiendo el mercado destinatario fijado.

- Finalmente, los distribuidores tienen el deber de llevar a cabo una revisión periódica de los productos distribuidos, con el fin de analizar su evolución y entre otras cosas, evaluar el grado de adherencia al mercado destinatario definido por la fábrica. Una vez realizada esta revisión, deberán informar a los productores sobre las ventas realizadas fuera del mercado destinatario. Y deberán ser capaces de notificar cualquier decisión que hayan tomado, para vender fuera del mercado destinatario o ampliar la estrategia de distribución recomendada por el productor y la información sobre las ventas realizadas fuera del mercado destinatario (incluidas las ventas dentro del mercado destinatario negativo).

8. ANÁLISIS DEL POSIBLE IMPACTO EN EL MODELO DE NEGOCIO QUE PUEDAN TENER OTRAS NORMAS DIRIGIDAS A AUMENTAR LA PROTECCIÓN AL CLIENTE QUE SERÁN EXIGIBLES DURANTE 2018

8.1. NORMATIVA SOBRE LA DISTRIBUCIÓN DE SEGUROS

La Directiva (UE) 2016/97 del Parlamento Europeo y del Consejo de 20 de enero de 2016

sobre la distribución de seguros, más conocida por IDD (por sus siglas en inglés, *Insurance Distribution Directive*), es una iniciativa compuesta por una directiva, aprobada el 20 de enero de 2016, a la que le acompañan distintos actos delegados – tales como el reglamento delegado relativo a gobernanza de productos, aquel en el que se establece el formato del documento de información previa (IPID) o aquel en el que se recogen los requisitos de los seguros con componente de inversión – así como guías, recomendaciones y preguntas y respuestas (Q&A) publicados por la EIOPA.

En España se publicó el pasado 21 de mayo de 2018 el Proyecto de Ley de distribución de seguros y reaseguros privados, el cual ya ha sido remitido al Parlamento y publicado en el BOCCG. La IDD derogará la actual Directiva de Mediación de Seguros.

La IDD busca reforzar las normas de conducta en la distribución de seguros en línea con lo establecido por MIFID II, si bien no llega al nivel de intensidad de ésta última. Regula principalmente la información que deberá ponerse a disposición de los clientes, la distinción entre el asesoramiento y las ventas no asesoradas, las obligaciones de venta cruzada y la gobernanza de productos.

La IDD establece también los requisitos profesionales y de organización que deberán cumplir los distribuidores de seguros. En particular, regula el nivel de conocimientos y experiencia mínimos que serán exigidos para poder llevar a cabo la actividad de distribución de seguros, las normas de gestión de conflictos de interés y los procedimientos de presentación de quejas por consumidores y otros interesados, tales como las asociaciones de consumidores.

En cuanto a la distribución de los seguros con componente de inversión (los llamados por sus siglas en inglés productos IBIP), se incorporan normas inspiradas en la directiva



MiFID, relativa a la prestación de servicios de inversión, introduciendo las obligaciones de reforzar la información que se entrega a los clientes, de evaluar la conveniencia e idoneidad dependiendo del tipo de servicio mediante el cual se distribuyan estos seguros y de incorporar obligaciones de transparencia reforzada.

Parece evidente que productos similares, como son algunos productos financieros y los seguros con componentes de inversión (por ej. fondos de inversión y *unit linked*), tengan el mismo tratamiento normativo, a efectos del objetivo de protección al consumidor que comparten las tres ESAs (EBA, ESMA y EIO-PA) por lo que, entendemos que la normativa MIFID II va a ser el referente que antes o después se aplicará al sector asegurador.

Por último, la IDD incorpora las normas que rigen el acceso a la actividad de la distribución e intermediación de seguros, el procedimiento de registro ante las autoridades competentes, así como las normas relativas a la libre prestación de servicio y establecimiento de sucursales en los distintos Estados miembros a través del régimen de pasaporte europeo.

8.2. *NORMATIVA SOBRE PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS CON GARANTÍA HIPOTECARIA*

La Directiva (UE) 2014/17 sobre los contratos de crédito celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial, conocida en el mercado como CMD por sus siglas del inglés *Credit Mortgage Directive*, busca aumentar la protección de los consumidores que formalicen contratos de crédito para bienes inmuebles. Esta iniciativa se completa con el Reglamento Delegado 1125/2014, si bien la

Comisión Europea está habilitada para adoptar más actos delegados o de nivel 2.

La CMD debería haberse transpuesto a nuestro ordenamiento jurídico en marzo de 2016 pero no ha sido hasta el pasado viernes 22 de febrero cuando el congreso ha aprobado la ley de transposición. No obstante, ciertas previsiones recogidas en la ley deben ser desarrolladas reglamentariamente por normas de rango inferior que aún no se han dado a conocer.

Para ciertas obligaciones, tales como la formación de la red, la directiva preveía como fecha exigible marzo de 2017 (ya pasada) y para otras, como la entrega de la ficha europea de información normalizada (FEIN), marzo de 2019.

Los principales impactos para las entidades que conceden préstamos o créditos que se ven afectadas por la CMD son los siguientes:

- Revisar sus procedimientos de evaluación de la solvencia del solicitante del crédito (basándose más en sus ingresos, gastos y capacidad económica que en el valor presente o futuro del inmueble).
- Facilitar al consumidor información precontractual normalizada mediante una ficha denominada FEIN (ficha europea de información normalizada) y una ficha de advertencias estandarizadas (FiAE).
- Facilitar al cliente, como parte de la información precontractual, una copia del proyecto de contrato.
- Remitir la información precontractual también al notario elegido por el prestatario, por medios telemáticos y al menos 7 días antes de la firma del préstamo, para que el notario verifique el cumplimiento del principio de transparencia material por el banco.
- Revisar el cálculo de la tasa anual equi-



valente (TAE), que contendrá intereses, comisiones, impuestos, coste de posibles intermediarios, tasación, seguros y otros gastos, exceptuando los gastos notariales.

- Revisar las comisiones máximas que las entidades aplican por reembolso o amortización anticipada total o parcial de un préstamo inmobiliario.
- Permitir el cambio de la divisa de referencia de los préstamos.
- Revisar sus acuerdos con intermediarios de crédito, para determinar su encaje en el nuevo régimen y el cumplimiento de las obligaciones derivadas.
- Formar a la red para que alcance unos requisitos mínimos de conocimiento y competencia.
- Establecer políticas retributivas para la red compatibles con una gestión sana y eficaz del riesgo.
- Analizar sus prácticas de vinculación. Se prohíbe la práctica de las ventas vinculadas, si bien se podrá permitir cuando la entidad demuestre al supervisor que esa venta vinculada es beneficiosa para el consumidor. En el caso de los seguros, se podrá exigir al consumidor la contratación de una póliza para garantizar el reembolso del crédito o asegurar el valor de la garantía, pero el consumidor siempre podrá elegir el proveedor de ese seguro. Las ventas combinadas se permiten, sujetas a determinados requisitos de transparencia.

8.3. *NORMATIVA SOBRE SERVICIOS DE PAGO*

La Directiva (UE) 2015/2366 del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de noviembre de 2015 sobre servicios de pago en el mercado

interior (más conocida por sus siglas en inglés como PSD 2) es una iniciativa compuesta por una directiva, aprobada el 25 de noviembre de 2015, a la que le siguen un conjunto de normas de nivel 2 propuestas por la EBA. PSD2 es aplicable a partir de enero de 2018. No obstante, están pendientes de publicación algunas de las normas técnicas de desarrollo previstas en la directiva, por lo que es previsible que ciertas obligaciones entren en vigor después de esta fecha, tal es el caso de la autenticación de clientes y los protocolos de comunicación segura, que serán exigibles a partir del tercer trimestre de 2019.

PSD2 se traspuso al ordenamiento jurídico español a través del Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera.

Las principales novedades de esta nueva normativa son las siguientes:

- El organismo competente para la autorización de entidades de pago y entidades de dinero electrónico corresponde al Banco de España, previo informe del Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (SEPBLAC).
- Para la prestación de todos o alguno de los servicios de pago se establece un régimen general de autorización, salvo para la prestación del servicio de información sobre cuentas, que se somete a un régimen de registro.
- Régimen de las entidades prestadoras del servicio de información sobre cuentas (agregadores de cuentas): estas entidades estarán sujetas, en la forma que se determine reglamentariamente, al régimen de inscripción en el registro especial del Banco de España. Por otra parte, serán tratadas como entidades de pago, si bien



no les serán de aplicación determinados artículos que se especificarán en el futuro reglamento de desarrollo, ni estarán sometidas a la normativa de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo.

- En el registro de entidades de pago figurarán también las personas físicas o jurídicas que disfruten de determinadas exclusiones de autorización previstas en el Real Decreto-ley y, en su caso, la revocación de las entidades. Este registro será público y accesible por internet.
- En cuanto al régimen de exención de las entidades de pago se establecen una serie de supuestos en los que las personas físicas o jurídicas que presten servicios de pago (salvo los de iniciación e información) quedan exentas del régimen de autorización, si bien deberán inscribirse (previa verificación del Banco de España) en el registro especial y les aplicarán determinados artículos de la norma y deberán cumplir determinadas obligaciones de información ante Banco de España.
- Se obliga a contar con un seguro de responsabilidad civil profesional a las entidades de pago que presten o tengan la intención de prestar el servicio de iniciación o el servicio de información sobre cuentas. Se habilita al Banco de España para determinar los criterios a utilizar para calcular el importe del seguro.

Con relación al acceso a cuentas abiertas en entidades de crédito la normativa establece que las entidades de crédito que denieguen a cualquier entidad de pago la apertura de una cuenta de pago, o resuelvan unilateralmente

el contrato marco de una entidad de pago, quedan sujetas a determinadas obligaciones de información al Banco de España y a las entidades de pago.

La entidad de crédito en cuestión deberá remitir inmediatamente su decisión al Banco de España y a la entidad de pago. Dicha decisión deberá estar debidamente motivada y basada en un análisis de los riesgos específicos de la entidad de pago de que se trate o en su falta de adecuación a los criterios objetivos, no discriminatorios y proporcionados que la entidad de crédito haya hecho públicos de forma previa y general.

Esta misma previsión se recoge, en términos análogos, respecto de la denegación de apertura de cuentas de pago o la resolución unilateral del contrato marco, a entidades de dinero electrónico.

En relación con la transparencia, se amplía la protección prevista para los consumidores a las microempresas en relación con la información acerca de las condiciones y requisitos de información aplicables a los servicios de pago, resolución y modificación del contrato marco y los derechos y obligaciones en relación con la prestación y utilización de servicios de pago. No obstante, se exceptiona a las microempresas de la aplicación del derecho a ordenar la devolución de los adeudos domiciliados, como consecuencia de una operación de pago autorizada iniciada por un beneficiario o a través de este, durante un plazo de ocho semanas contadas a partir de la fecha de adeudo de los fondos en su cuenta.

Por otra parte, introduce la posibilidad de que los beneficiarios de las operaciones de pago ofrezcan al ordenante una reducción en el precio u otra ventaja que le incite de algún modo a utilizar un instrumento de pago concreto.



MÓDULO DE GOBIERNO CORPORATIVO

Coordinado por: **JUAN PÉREZ CALOT**

Senior Advisor finReg 360

1. INTRODUCCIÓN: RELEVANCIA DEL BUEN GOBIERNO

El capítulo¹ referido al gobierno corporativo de las entidades participantes en los mercados financieros, se incorpora a la presente edición del Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros europeos, como una de las áreas a las que debemos prestar una especial atención.

En los últimos tiempos, hemos debatido con mucha frecuencia sobre el gobierno de las entidades participantes en los mercados financieros, tanto de los emisores de valores, como de los intermediarios y entidades que prestan servicios financieros, en virtud de diversas perspectivas, tanto e ser capaces de identificar las debilidades o necesidades de la entidad en cuanto a la composición del consejo y sus comisiones. Todo ello con sentido de anticipación y no solo para llevar a cabo las

responsabilidades actuales sino para acometer los desafíos futuros.

Como consecuencia de la crisis financiera de los últimos años, el plan de reforma del gobierno corporativo de las entidades participantes en los mercados financieros se hizo particularmente agresivo y ambicioso, de modo que hoy, hasta el propio concepto de gobierno corporativo es un concepto en expansión que sucesivamente va incorporando nuevos elementos. En su ámbito, se han multiplicado los textos normativos, códigos, principios y guías sobre la materia, todos ellos sujetos además a su periódica actualización y revisión que, en la práctica de los emisores, los intermediarios, de los mercados y los supervisores, lo caracterizan de una especial vitalidad.

Podemos constatar igualmente la mayor atención por parte de los distintos supervisores que ha merecido la revisión de las prácticas de «la gobernanza» en diversos sectores, tales como el bancario, de servicios de inversión y el de seguros.

En muchas ocasiones se ha señalado el deficiente gobierno corporativo como una de las causas de la última crisis financiera, lo que ha urgido a mejorar las prácticas con la redacción

¹ Este capítulo ha sido redactado por Juan Pérez Calot, senior advisor responsable del área de Gobierno Corporativo de Finreg 360, Javier Zapata Cirugeda, Lourdes Centeno Huerta, Socia responsable de Derecho Societario, Gobierno Corporativo y Mercado de Capitales en Ernst&Young Abogados, S.L.P y Eva María González Díez, Directora de la Asesoría Jurídica del Grupo Mutua Madrileña.



de abundante legislación, regulación, códigos y guías, y la reiterada manifestación de las expectativas de los supervisores, que han alertado del gap entre la situación del gobierno corporativo en algunas entidades significativas y las mejores prácticas en un determinado sector. Nos encontramos ante un problema actual que afecta a la empresa singularmente pero que también tiene una importancia sistémica.

Como es bien conocido, la intensa actividad regulatoria se puede distinguir en tres niveles: la dirigida a las sociedades de capital, la que afecta a las sociedades cotizadas y entidades de interés público y la propia de un sector concreto, como el financiero.

Al mismo tiempo se advierte un amplio abanico de instrumentos normativos utilizados, en el que se encuentra la regulación en su sentido estricto (*hard law*) y el conjunto formado por principios, códigos, guías y demás (*soft law*). A lo largo de este documento trataremos de comentar lo más reciente y destacable de ambas categorías y, en particular, la referida al sector financiero.

Por si esto fuera poco, también se ha acrecentado la atención de otros grupos de interés sobre las prácticas de buen gobierno en una entidad. Buena prueba de ello es la Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014 sobre la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos, que ha sido finalmente incorporada al Derecho español en la Ley 11/2018 del pasado 28 de diciembre. Es por ello que el consejo de administración debe tener en cuenta las expectativas de todos aquellos agentes que se relacionan con la entidad, conocidos por su denominación en inglés como *stakeholders*.

A estos efectos, deberemos considerar el gobierno corporativo más allá de la regulación y la supervisión. La conducta y la cultura apre-

ciada por diversos grupos de interés, esenciales para el desarrollo de la misión y estrategia de la empresa, deben estar alineadas con estos dos pilares en la vida de la compañía y en el logro de los objetivos a corto y largo plazo, no siempre fáciles de conciliar.

A modo de introducción queremos destacar dos aspectos capitales en el buen gobierno de las entidades. Nos referimos a la composición de los órganos de gobierno y a su funcionamiento.

2. COMPOSICIÓN DEL CONSEJO Y COMISIONES. IDONEIDAD, DIVERSIDAD, EQUILIBRIO, INDEPENDENCIA ETC.

La palabra clave, en la que la legislación y los expertos ponen cada vez mayor énfasis, es idoneidad. Esta supone una serie de condiciones que debe cumplir individualmente cada miembro del consejo de administración, como, en un sentido colegial, los consejos y sus comisiones, en cuanto órganos de gobierno, que deberá ser idóneo en su conjunto. La idoneidad normativa exige al candidato, la debida honorabilidad, ausencia de conflictos de interés, conocimientos y dedicación de tiempo.

En sociedades de cierta dimensión, por su condición de cotizadas o el sector en que desarrollan su actividad, las condiciones de idoneidad «real» individual de los consejeros deberán ser más exigentes. Consideremos, como ejemplo, la reciente guía conjunta de EBA y ESMA (GL-12) sobre idoneidad de los miembros del consejo de administración.

Pero podríamos preguntarnos si la idoneidad individual es idéntica para cualquier miembro del consejo. La respuesta es casi evidente. Partiendo de unos principios básicos y comunes a todos los consejeros, su responsa-



bilidad y posición en los órganos de gobierno, requerirán además ciertos conocimientos y experiencia, así como una dedicación de tiempo más exigente en el caso de su participación en ciertas comisiones, la presidencia de estas o su cargo de consejero coordinador. También será determinante la tipología de cada consejero, de modo que su caracterización como ejecutivo o como externo, independiente, dominical o, en una singular categoría que ha terminado por imponerse en la práctica, otro externo.

En cualquier caso, la diversidad de conocimientos y experiencia, así como el debido equilibrio entre las diferentes categorías de consejeros debería dotar al consejo de una composición adecuada para el ejercicio de sus responsabilidades. De hecho la diversidad en el seno de los consejos y sus comisiones, entendida en su concepto más amplio, se ha vuelto asimismo la noción sobre la que pivota la evaluación de esos órganos de gobierno en su conjunto.

A su vez esta variedad de condiciones contribuirá a enriquecer el debate interno y la calidad de la toma de decisiones en los órganos de gobierno.

Hay que reconocer que hoy en día el nivel de exigencia de conocimientos, experiencia y dedicación para el correcto ejercicio de la función de las responsabilidades de un consejero es muy alto. En algunos sectores, como el financiero, la acumulación de obligaciones de los órganos de gobierno y sus componentes, ya sean estos referidos a la gestión o a la supervisión, suponen una «idoneidad real», no solo normativa, difícil de alcanzar y también mantener. Por ello resultan esenciales los programas de formación, bien sea de incorporación o de actualización. Son necesarios para la adecuada toma de decisiones. La formación hace años que perdió su mero carácter de requisito formal regulatorio que había que cumplir. Es

una obligación que también es un derecho de los consejeros. Las empresas la deben plantear con rigor y dedicando los recursos necesarios para ello, tanto económicos como humanos.

La entidad debe contar con las políticas de selección y planes de sucesión que aseguren en todo momento la adecuada composición de los órganos de gobierno. Sus procedimientos que, en primera instancia, deberán ser aplicados por la Comisión de Nombramientos, han de ser capaces de identificar las debilidades o necesidades de la entidad en cuanto a la composición del consejo y sus comisiones. Todo ello con sentido de anticipación y no solo para llevar a cabo las responsabilidades actuales sino para acometer los desafíos futuros. El conocimiento de la estrategia de la entidad y su modelo de negocio por parte de los consejeros debe comprender la identificación y mitigación de los riesgos actuales, así como los potenciales o emergentes. Todo ello contribuirá a disminuir incertidumbres y a garantizar la viabilidad y sostenibilidad de la compañía.

La ausencia de las debidas políticas y procedimientos de selección, planes de sucesión y programas de formación pondrán en serio peligro la adecuada composición de los órganos de gobierno.

Queremos subrayar la creciente importancia de la Comisión de Nombramientos del Consejo en el logro de la composición idónea de los órganos de administración y el mantenimiento de esta.

Un aspecto de creciente importancia en la composición de los órganos de administración es el número de consejeros independientes, que desde diversos puntos de vista, deben conformar el porcentaje mayor de la tipología de consejeros, hasta el punto de alcanzar la mitad de los miembros de los consejos. Constituyen un elemento clave para la estructura de las diferentes comisiones y como contrapeso



de los ejecutivos, en particular si el presidente del consejo fuera asimismo el primer ejecutivo de la compañía. Son los que en mayor medida deberían ejercer la función de supervisión asignada al consejo, siendo mayoría en la comisión de riesgos y en la de auditoría y presidiendo estas.

Una cuestión que sigue estando en los temas que preocupan a los reguladores y supervisores es la presidencia ejecutiva del consejo. En este caso, se deberán tomar las medidas necesarias para evitar la excesiva concentración de poder en la presidencia. La figura del consejero coordinador asumirá responsabilidades de liderazgo de los consejeros independientes, interlocución con grupos de interés y evaluación del desempeño de la presidencia del consejo, así como hemos señalado arriba, una mayor presencia de independientes en el consejo.

Entre los elementos positivos para la composición del consejo, deben destacarse el análisis previo de las necesidades del mismo, la consideración de la diversidad en sus distintas acepciones, más allá de la profesional o de género, el equilibrio de poderes dentro de los órganos de gobierno y el papel que desempeñan los independientes, entre otros factores que contribuyen a la idónea estructura del consejo y sus comisiones.

Antes de cerrar este apartado nos deberíamos preguntar si la idoneidad individual y colectiva garantizan el adecuado funcionamiento de los órganos de gobierno.

Vamos a analizar a continuación algunos puntos esenciales referidos al eficaz desempeño.

3. FUNCIONAMIENTO DEL CONSEJO Y SUS COMISIONES

El buen funcionamiento de la estructura del gobierno corporativo de una sociedad reque-

rirá, como en una orquesta, un buen director (presidente) y unos buenos músicos (consejeros), cada uno en su propio papel, que en su diversa especialidad configuren un conjunto armónico que bien conducido por el director consigan la excelencia. Con esta analogía queremos subrayar, la importancia de la calidad (idoneidad) de cada consejero, pero también la del órgano colegiado en su conjunto, ya sea el propio Consejo o sus Comisiones. Todo ello sin dejar de lado el eficaz y necesario liderazgo de los presidentes de los consejos y sus comisiones, así como el buen desempeño de cada consejero en aquellas responsabilidades que le han sido atribuidas como miembro de una comisión, consejero coordinador y otras específicas.

Una vez que la entidad haya logrado la idoneidad debida individual y colectiva, vamos a desarrollar algunas partes que reforzarán la eficacia de los órganos de gobierno, en base a su funcionamiento.

La planificación de las sesiones y el contenido del «orden del día» de cada sesión deben asegurar que a lo largo del año el consejo y sus comisiones traten y resuelvan todos los asuntos que deban desde un punto de vista regulatorio, así como las funciones que se hayan establecido en sus respectivos reglamentos y la planificación de asuntos de estrategia, negocio, y control que requiera la estructura de gestión de la entidad y el modelo de negocio de la misma.

Esta planificación debe ser debidamente coordinada por el presidente del consejo y los de las respectivas comisiones, con el apoyo del secretario del consejo.

La información es un aspecto esencial para la toma de decisiones, el seguimiento de la aplicación de la estrategia y el ejercicio de la labor supervisora de los órganos de gobierno. Esta debe ser precisa, completa si bien no demasiado exhaustiva y disponible con la antelación suficiente para su estudio y análisis.



Esta exigencia requiere como contrapartida la debida dedicación de tiempo por parte de los consejeros y en lo posible, una actitud proactiva en la demanda de contenidos y calidad.

Es una buena práctica contar con un soporte tecnológico adecuado para el archivo y utilización de dicha información, informes adicionales entre otra documentación, en la que conste la información a los consejeros de forma accesible, segura, confidencial e incluida con la suficiente antelación.

La calidad del debate y la expresión de la independencia de criterio son elementos clave del funcionamiento del consejo y sus comisiones. Para conseguir estas dos características cualitativas en los órganos de gobiernos se requiere un eficaz liderazgo de los presidentes y también un adecuado grado de experiencia y conocimientos por parte de los consejeros. Sin estos no será posible llevar a cabo la necesaria crítica constructiva (*challenge*) a la dirección de la compañía ni ejercer debidamente la labor de supervisión del consejo. Este «tono» deber ser propiciado por el presidente con objeto de crear un ambiente en el que se ponga de manifiesto la diversidad de los miembros del consejo y su independencia de criterio.

Hasta aquí hemos esbozado mínimamente algunos aspectos que consideramos esenciales para el buen funcionamiento. Hay otros de carácter más «procedimental» nos llevarían a un análisis más detallado que no es el objetivo de este estudio.

En este punto y antes de entrar en la consideración de las novedades que nos parecen más relevantes para la edición de este Observatorio, nos interesa concluir volviendo a insistir en la importancia que tiene para una organización el buen gobierno. No sólo desde el punto de vista regulatorio o de los supervisores, sino en su cometido de definir la estrategia de la entidad, velar por su correcta aplicación y dotar de una cultura y conducta a toda

la organización de modo que desde su máxima posición de gobierno de ese «buen tono» propio de una empresa en la que se cumplen las expectativas de los diferentes grupos de interés (*stakeholders*): empleados y directivos, clientes, proveedores, accionistas e inversores y, en definitiva, la sociedad o sociedades en los que desarrolla sus actividades. Conjugar los logros a corto plazo con la sostenibilidad y la visión a largo plazo de modo armónico es un gran reto para los consejos de las empresas de hoy y del futuro.

4. DESARROLLOS REGULATORIOS MÁS DESTACABLES

4.1. LA DIRECTIVA DE DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS

4.1.1. INTRODUCCIÓN

La implicación efectiva y sostenible de los accionistas es una de las piedras angulares del modelo de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, que depende del sistema de control y equilibrio entre los distintos órganos y las distintas personas interesadas, tal como reconoció la Comisión Europea en su Comunicación de 12 de diciembre de 2012 titulada «Plan de acción: Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo-un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y la viabilidad de las empresas», así como también el Parlamento Europeo y el Consejo en el Considerando (14) de la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas (en adelante, la Directiva (UE) 2017/828).

Una mayor implicación de los accionistas



en el gobierno corporativo constituye uno de los instrumentos que pueden contribuir a mejorar el rendimiento financiero y no financiero de esas sociedades, también por lo que se refiere a factores medioambientales, sociales y de gestión, como, en particular, los que se mencionan en los Principios de Inversión Responsable que las Naciones Unidas sostienen.

La necesidad de incentivar esa implicación de los accionistas a largo plazo en la vida de las sociedades cotizadas se ha evidenciado especialmente a raíz de la crisis financiera de los últimos años, la cual puso de manifiesto una falta de interés de aquellos en responsabilizar a los directivos de sus decisiones y acciones, agravada por el hecho de que muchos de ellos sólo poseen las acciones durante un corto período de tiempo, lo que les conduce a desarrollar una estrategia inversora cortoplacista y a apoyar una asunción excesiva de riesgos por parte de los gestores.

Asimismo, se ha constatado que las acciones de sociedades cotizadas se tienen con frecuencia a través de complejas cadenas de intermediarios que dificultan el ejercicio de los derechos de los accionistas, y también, en consecuencia, su involucración.

4.1.2. MARCO NORMATIVO

La mayor implicación a largo plazo de los accionistas, en particular, de los inversores institucionales (con una participación creciente en el capital de las sociedades cotizadas y unos objetivos de inversión a menudo centrados en el corto plazo), en el gobierno de las sociedades cotizadas ha venido marcando las agendas de organismos internacionales, como la OCDE y la Comisión Europea, desde el inicio de la crisis financiera.

Los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20 publicados en 2004, que

son un referente internacional para legisladores, inversores y otros actores interesados, fueron revisados en 2015 a la luz de las enseñanzas esenciales sobre gobierno corporativo extraídas de la crisis financiera, el aumento de las actividades transfronterizas, los cambios en el funcionamiento de los mercados de valores y las consecuencias de una cadena de inversión cada vez más larga y compleja. En este sentido, se introdujo un capítulo dedicado al tratamiento de los inversores institucionales, mercados de valores y otros intermediarios (capítulo III) con el fin de proporcionar incentivos sólidos a lo largo de toda la cadena de inversión y facilitar que los mercados de valores funcionen de forma que contribuyan al buen gobierno corporativo. En concreto, se reforzaron, entre otros aspectos, la transparencia y los deberes de información y participación de aquéllos (por ejemplo, mediante la revelación de sus políticas en materia de gobierno corporativo y de votación, el establecimiento de un diálogo permanente con la sociedad en cuestión, la votación con arreglo a las instrucciones del beneficiario y la comunicación sobre el modo en el que se gestionan los conflictos de interés).

Por su parte, en 2012, la Comisión Europea, consciente de la falta de involucración de los accionistas y de su impacto en la gestión y el rendimiento empresarial, hizo público el mencionado Plan de Acción que incluía distintas iniciativas en los ámbitos del Derecho de sociedades y el gobierno corporativo con tres objetivos: fomento de la transparencia (las empresas deben facilitar mejor información sobre su gobierno corporativo a los inversores y a la sociedad en general, deben poder identificar a sus accionistas y los inversores institucionales han de ser más transparentes en lo relativo a sus políticas de voto), involucración de los accionistas (debe alentárseles a participar más en el gobierno corporativo y ofrecérseles



más posibilidades de supervisar la política de remuneración y las transacciones con partes vinculadas, así como imponer obligaciones a los inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto para lograr un verdadero compromiso) y apoyo del crecimiento y competitividad de las empresas.

En mayo de 2017, el Parlamento Europeo y el Consejo adoptaron la Directiva (UE) 2017/828, la cual incide directamente en los objetivos del citado Plan de Acción de la Comisión Europea, estableciendo medidas y requisitos específicos para fomentar la implicación a largo plazo de los accionistas; en concreto, en relación con su identificación, la transmisión de información, la facilitación del ejercicio de sus derechos (básicamente, información, asistencia y participación en la Junta general), la transparencia de los inversores institucionales, los gestores de activos y los asesores de voto, y el control y la transparencia sobre la remuneración de los administradores y sobre las operaciones vinculadas.

Se faculta también a la Comisión para adoptar actos de ejecución por los que se especifiquen los requisitos mínimos para transmitir información, los formatos, su seguridad e interoperabilidad, y los plazos que han de respetarse.

En su virtud, el pasado 3 de septiembre de 2018, la Comisión adoptó el Reglamento de Ejecución (UE) 2018/1212 de la Comisión, de 3 de septiembre de 2018, por el que se establecen requisitos mínimos de ejecución de las disposiciones de la Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la identificación de los accionistas, la transmisión de información y la facilitación del ejercicio de los derechos de los accionistas (en adelante, «Reglamento»), correspondiendo a los Estados miembros poner en vigor antes del 3 de septiembre de 2020 (fecha de entrada en vigor de dicho Reglamento) las disposiciones

necesarias para dar cumplimiento a los establecido en los nuevos artículos 3 bis «Identificación de los accionistas», 3 ter «Transmisión de información» y 3 quater «Facilitación del ejercicio de los derechos de los accionistas» de la Directiva 2007/36/CE.

Con este Reglamento se busca evitar la divergencia en la transposición de algunas de las disposiciones de la Directiva (UE) 2017/828, que incrementaría los riesgos y los costes de las operaciones transfronterizas, especialmente, para los intermediarios de la cadena. No obstante, se trata de un Reglamento de mínimos que anima a los intermediarios a seguir avanzando en la autorregulación de los formatos normalizados en función de las necesidades propias de los diferentes mercados y adoptar nuevas tecnologías capaces de incrementar la transparencia y la confianza de los accionistas. Y a tal fin es precisamente relevante destacar el enfoque adoptado por la Comisión en aras de promover e incentivar el uso de tecnologías modernas en la comunicación entre las sociedades emisoras y sus accionistas y por parte de los intermediarios, incluyendo otros proveedores de servicios a los que se recurre para estos procesos. En este sentido, el Considerando (4) del Reglamento destaca cómo toda comunicación entre intermediarios debe transmitirse utilizando formatos legibles por máquina y normalizados que sean interoperables entre los operadores y que permitan un tratamiento automatizado de principio a fin.

Sin embargo, la Comisión, a pesar de referirse expresamente (artículo 2.3) a la norma ISO y a metodologías compatibles con esta, ha declinado establecer como obligatorio un determinado estándar tecnológico, limitándose a fijar requisitos relativos a los flujos de proceso, identificadores, formatos de información intercambiable a lo largo de la cadena de comunicación y plazos de cumplimiento obligatorio en los procesos de identificación de los



accionistas, transmisión de información y facilitación del ejercicio de sus derechos. Sería, pues, muy recomendable un esfuerzo máximo de los Estados miembros, intermediarios y demás agentes implicados en estos procesos para alcanzar el mayor nivel posible de armonización (de acuerdo con el objetivo de la Directiva (UE) 2017/828 y el Reglamento) al determinar e implementar los requerimientos de la Comisión Europea.

La última reforma de la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo, operada en virtud de la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, anticipó, en gran medida, la incorporación a nuestro Ordenamiento jurídico de la Directiva (UE) 2017/828 (cuyo plazo de transposición concluirá el próximo 10 de junio de 2019), en lo que respecta a las disposiciones que introduce la misma en relación con la identificación de los accionistas por parte de las sociedades cotizadas y la facilitación del ejercicio de sus derechos, así como la transparencia y el derecho de voto sobre la política de remuneración y el informe anual de remuneraciones. Serán, precisamente, estas disposiciones las que sean objeto de aproximación en estas páginas, junto con las que establece la Directiva en materia de transparencia y control sobre las operaciones con partes vinculadas, dejando de lado el resto, relacionadas, básicamente, con las obligaciones de transparencia dirigidas a inversores institucionales y gestores de activos (sobre sus estrategias empresariales y políticas de implicación en materia de accionistas y la aplicación de las mismas), así como a los asesores de voto (determinados datos esenciales relacionados con la preparación de sus investigaciones, asesoramiento y recomendaciones de voto, así como los conflictos de interés, reales o potenciales, que puedan influir en dichas actividades), a la espera de la aprobación en España de las normas correspondientes para la transposición

de dicha Directiva que, sin duda, conllevará una nueva reforma de la Ley de Sociedades de Capital, de la Ley del Mercado de Valores, así como de la normativa específica reguladora de los sectores de seguros y de instituciones de inversión colectiva.

4.1.3. IDENTIFICACIÓN DE LOS ACCIONISTAS

De acuerdo con el nuevo artículo 3 bis de la Directiva 2007/36/CE, los Estados miembros garantizarán que las sociedades tengan derecho a identificar a sus accionistas y que los intermediarios de la cadena (incluso cuando no tengan domicilio social ni establecimiento principal en la Unión) que mantienen las cuentas de valores en nombre de los accionistas o de otras personas, a petición de la sociedad o de un tercero nombrado por esta, comuniquen sin demora a la sociedad emisora la información sobre la identidad de los accionistas (entre otras razones, y como fundamental, para poder facilitarles el ejercicio de sus derechos en tanto que propietarios en la sociedad), así como la recibida de aquellos en relación con el ejercicio de los derechos derivados de sus acciones; y que, asimismo, transmitan a los accionistas o a los terceros nombrados por estos determinada información de la sociedad que les permita ejercer los derechos derivados de sus acciones.

Nuestra Ley de Sociedades de Capital ya reconoce, en su artículo 497, el derecho de identificación de los accionistas (sin exigirse respecto de los mismos un porcentaje mínimo de acciones o derechos de voto) y lo hace no sólo en favor de la sociedad emisora, sino también de las asociaciones de accionistas que se hubieran constituido en la sociedad emisora y representen al menos el uno por ciento del capital social, y de los accionistas que tengan



individual o conjuntamente una participación de, al menos, el tres por ciento del capital social, exclusivamente a efectos de facilitar su comunicación con los accionistas para el ejercicio de sus derechos y la mejor defensa de sus intereses comunes.

Corresponde a los depositarios centrales de valores, según el art.23 del Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, establecer procedimientos para informar a cualquier sociedad (así como asociaciones de accionistas y accionistas que cumplan las condiciones del artículo 497.2 de la Ley de Sociedades de Capital) de la identidad de sus accionistas que figuren en el registro contable, incluidas las direcciones y medios de contacto de que dispongan, para permitir la comunicación con aquellos, de conformidad con el mencionado precepto de la Ley de Sociedades de Capital.

Esta obligación se encuentra también recogida en el Reglamento de la Sociedad de Sistemas (en adelante, «IBERCLEAR»), aprobado por el Consejo de la CNMV el 22 de diciembre de 2015 y modificado por el mismo el 27 de julio de 2016 y el 6 de septiembre de 2017, que en su artículo 26 regula el suministro de datos sobre la identidad de los titulares de valores. En concreto, IBERCLEAR prestará a las entidades emisoras de valores nominativos y a aquellas otras entidades emisoras que así lo soliciten, el servicio de comunicación diaria de los datos de titularidad relativos a las operaciones liquidadas que se realicen sobre sus acciones o participaciones que permitan la actualización de su libro registro y la co-

municación con sus accionistas o partícipes. Asimismo, canalizará hacia sus entidades participantes las solicitudes que realicen las entidades emisoras para conocer la identidad de sus accionistas con ocasión de la celebración de junta general o en cualquier momento en que lo soliciten para poder comunicarse con sus accionistas en los términos previstos en la ley. Para ello, los interesados deberán remitir a IBERCLEAR, por escrito y con suficiente antelación a la fecha de referencia indicada en la petición, la solicitud correspondiente e IBERCLEAR determinará la información que deban facilitar las entidades participantes y los requisitos formales, técnicos y funcionales que deban reunir los sistemas de intercomunicación con las entidades que pueden solicitar el suministro de datos.

No existe, sin embargo, disposición alguna que, actualmente, regule la obligación de los intermediarios de la cadena de transmitir sin demora a la sociedad, o al tercero nombrado por la sociedad (en su caso, el propio depositario central de valores o un intermediario o un prestador de servicios), la información que posean sobre la identidad del accionista o los datos del siguiente intermediario de la cadena, así como la información recibida de los accionistas en relación con el ejercicio de los derechos derivados de sus acciones. Este es el principal punto en el que se alejaría el estado actual de nuestra normativa respecto de la Directiva, la cual, ante las dificultades que puede conllevar la intervención de muchos intermediarios en la cadena para el ejercicio efectivo de los derechos de los accionistas, ha pretendido mejorar la transmisión de información a lo largo de dicha cadena.

Tanto el artículo 13 de la Ley del Mercado de Valores como el artículo 16 del Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, presumen titular legítimo del valor representado mediante anotaciones en cuenta (por tanto, de las acciones de



una sociedad cotizada) a la persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable, que, en consecuencia, podrá exigir de la entidad emisora que realice en su favor las prestaciones a que dé derecho dicho valor; y la entidad emisora que realice de buena fe la prestación en favor del legitimado se liberará, aunque este no sea titular del valor. Ello así, en nuestro sistema el que aparece inscrito en las cuentas del registro central y de los registros de detalle que lleve la entidad encargada del registro contable de los valores podrá exigir de la entidad emisora que realice a su favor las prestaciones correspondientes y, en general, podrá ejercitar los derechos a que da lugar la titularidad sobre los valores, sin que tenga que probar su derecho, pues se encuentra amparado por la presunción registral que establecen los citados preceptos.

Dicha presunción no debería tener que considerarse necesariamente incompatible con la Directiva (UE) 2017/828 a efectos de determinar su alteración o supresión el proceso de incorporación de la norma europea a nuestro Ordenamiento jurídico, si tenemos en cuenta la pretensión siempre manifestada por la Comisión a lo largo del proceso normativo de respetar las diferentes estructuras de tenencia y titularidad de valores en los Estados miembros (Considerando (13)) y que se trata, además, de una presunción que admite la prueba en contrario en favor de un tercero que acredite ser el titular real y legítimo de la parte alícuota correspondiente del capital social en los términos previstos en los artículos 90 y 91 de la Ley de Sociedades de Capital.

En este sentido, no deberíamos olvidar que la anotación en cuenta no es sino un modo de representación de las acciones (artículo 92.1 de la Ley de Sociedades de Capital) y, en particular, el propio exigido para las acciones de las sociedades cotizadas (artículo 496.1 de la Ley de Sociedades de Capital y 6.2 de la ley del Mercado de Valores) y que su régimen de

constitución, especialmente, por lo que respecta a la inscripción de los valores anotados en el registro, y de legitimación (la inscripción registral opera como el modo propio de legitimación en el sistema de anotaciones en cuenta), tal como se regula en la Ley del Mercado de Valores y en el Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, es de aplicación a los valores en cuanto que valores anotados y, por ello, no deberían sus consecuencias impedir al verdadero titular de las acciones (en el supuesto de no coincidir con el inscrito registralmente) el ejercicio de los derechos derivados de las mismas (el acto constitutivo de un valor negociable, con independencia de que vaya a representarse en forma de título-valor o de anotación en cuenta, es la suscripción y este acto puede tener lugar antes de la inscripción registral de los valores).

El objetivo de la Directiva es facilitar el ejercicio efectivo de los derechos de los accionistas, titulares de los valores, independientemente de que estos los ejerzan por sí mismos o prefieran nombrar a un intermediario para hacerlo. Ello así, y siendo además constantes las referencias en el propio Reglamento (como no podía ser de otra forma de acuerdo con la Directiva que desarrolla) a los intermediarios, en cuanto originadores de datos y sujetos a plazos de obligatoria observancia en los actos societarios y los procesos de identificación de los accionistas, parece razonable pensar en la necesidad de incorporar, si no en una norma de superior rango, sí al menos la propia reglamentación interna de IBERCLEAR (o del depositario central de valores correspondiente), una expresa referencia a los intermediarios de la cadena, en el marco de las previsiones correspondientes que contenga aquella en relación a los mecanismos y fuentes para recabar y obtener la información sobre la identidad de los accionistas que habrá de transmitirse a la sociedad de acuerdo con su solicitud.



Adicionalmente, los contratos y acuerdos que se suscriban por los intermediarios (todos aquellos que presten servicios respecto de acciones de sociedades que tengan su domicilio social en la Unión y cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado situado o que opere en la Unión), deberían también recoger las obligaciones de transmisión de información en los términos previstos en dicha reglamentación y en el propio Reglamento, al que, en todo caso, habrá de ajustarse la misma.

4.1.4. FACILITACIÓN DEL EJERCICIO DE LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS

Además de la obligación de transmisión de la información que posean los intermediarios que intervienen en la cadena de custodia de valores sobre la identidad de los accionistas, recaerá sobre aquellos, de conformidad con el nuevo artículo 3 ter de la Directiva 2007/36/CE, y los requisitos mínimos en los que respecta a los tipos y al formato de la información y los plazos establecidos en el Reglamento, la obligación de transmitir a los accionistas (o a un tercero nombrado por el accionista) la información de la sociedad necesaria para permitirles ejercer sus derechos (excepto cuando la información es transmitida directamente por la sociedad a sus accionistas o terceros nombrados por los mismos) o, cuando la información esté a disposición en el sitio web de la sociedad, un aviso que indique dónde se puede encontrar esa información en el sitio web de la sociedad (excepto cuando la sociedad transmita ese aviso directamente a todos sus accionistas o a terceros nombrados por los mismos).

Adicionalmente, se establece la obligación de los intermediarios de transmitir sin dilación a la sociedad, de conformidad con las

instrucciones recibidas de los accionistas, la información recibida de estos relacionada con el ejercicio de los derechos derivados de sus acciones.

La Ley del Mercado de Valores, en su artículo 123, ya establece la obligación de las entidades emisoras de asegurar que los accionistas cuentan con los mecanismos y la información necesaria para el ejercicio de sus derechos. Por su parte, el artículo 539 de la Ley de Sociedades de Capital exige a las sociedades anónimas cotizadas el cumplimiento de los deberes de información por cualquier medio técnico, informático o telemático (sin perjuicio del derecho de los accionistas a solicitar la información en forma impresa) y establece, como instrumento especial de información de las mismas con respecto a sus accionistas y terceros, la página web, cuyo contenido debe ajustarse a las exigencias contenidas en la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, y en la Circular 3/2015, de 23 de junio, de la CNMV, sobre especificaciones técnicas y jurídicas e información que deben contener las páginas web de las sociedades anónimas cotizadas y las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores.

Sin embargo, nuestro Ordenamiento jurídico no impone expresamente a los intermediarios, como tampoco sucede en relación con la identificación de los accionistas, tal como ha sido expuesto anteriormente, obligaciones de transmisión de la información necesaria para facilitar a aquellos el ejercicio de sus derechos en los términos previstos en la citada Directiva.

No obstante lo anterior, dado que nuestras sociedades cotizadas deben contar necesariamente con una página web que ha de permitir, por razón de las exigencias normativas de su contenido, proporcionar a los accionistas (o terceros nombrados por los mismos) la información necesaria para el ejercicio de los de-



rechos derivados de sus acciones, no parece necesario impulsar modificación alguna de nuestro marco normativo para ajustarlo a los requerimientos de la Directiva en este ámbito (como no sea, en su caso, para exigir a las sociedades que transmitan a los accionistas o terceros nombrados por estos, un aviso con el sitio web donde está incorporada la información). Sí parece que deba, sin embargo, resultar necesario introducir los correspondientes ajustes para incorporar la obligación contemplada en el apartado 4 del artículo 3 ter de la Directiva 2007/36/CE, que dispone «Los Estados miembros obligarán a los intermediarios a transmitir sin dilación a la sociedad, de conformidad con las instrucciones recibidas de los accionistas, la información recibida de los accionistas relacionada con el ejercicio de los derechos derivados de sus acciones».

De acuerdo con el nuevo artículo 3 quater de la Directiva, los intermediarios deben facilitar el ejercicio de sus derechos por parte de los accionistas, incluido el derecho a participar y a votar en las juntas generales, independientemente de que estos los ejerzan por sí mismos o prefieran nombrar a un tercero para hacerlo. Cuando los accionistas no deseen ejercer los derechos por sí mismos y hayan nombrado al intermediario para hacerlo, este debe ejercer tales derechos previa autorización explícita y siguiendo las instrucciones de los accionistas y en su beneficio.

En ese mismo sentido, nuestra Ley de Sociedades de Capital reconoce la posibilidad de representación por parte del accionista en junta general, así como la de emitir instrucciones de voto, que deberán ser atendidas por el representante y conservadas durante un año desde la celebración de la junta correspondiente (artículo 522 de la Ley de Sociedades de Capital). De forma expresa se refiere a los intermediarios en el artículo 524, disponiendo que las entidades que aparezcan legitima-

das como accionistas en virtud del registro contable de las acciones pero que actúen por cuenta de diversas personas, podrán en todo caso fraccionar el voto y ejercerlo en sentido divergente en cumplimiento de instrucciones de voto diferentes, si así las hubiera recibido.

Por último, el citado precepto de la Directiva establece que cuando el voto se realice de forma electrónica, se deberá asegurar que la persona que lo emitió reciba la confirmación de su recepción y, en caso de que lo solicite, confirmación de que su voto ha sido registrado y contabilizado válidamente por la sociedad; todo ello de conformidad con los requisitos mínimos respecto de los tipos de información y los elementos de datos que se encuentran detallados en el Reglamento.

Nuestro ordenamiento reconoce el derecho de voto por medios electrónicos siempre que se garantice debidamente la identidad del sujeto que participa o vota y la seguridad de las comunicaciones electrónicas (artículo 521 Ley de Sociedades de Capital). Sin embargo, la Ley no exige el envío de confirmación electrónica de la recepción del voto a la persona que lo emite ni mucho menos confirmación de su registro y contabilización por parte de la sociedad, aunque en la práctica la mayoría de procedimientos electrónicos de votación cuentan con mecanismos de confirmación de la recepción del voto. Estas disposiciones de la Directiva deberán ser tenidas en cuenta, en consecuencia, al efectuar su incorporación al ordenamiento jurídico español.

4.1.5. CONTROL DE LOS ACCIONISTAS SOBRE LA REMUNERACIÓN DE LOS ADMINISTRADORES

La Directiva (UE) 2017/828 introduce diversas medidas de control de los accionistas sobre la remuneración de los administradores,



la cual es reconocida en el Considerando (28) como uno de los instrumentos esenciales para garantizar que los intereses de las sociedades estén en consonancia con los de sus administradores, habida cuenta del papel fundamental que estos desempeñan en las sociedades. Por ello, es importante que la política de remuneración de las sociedades esté determinada de manera adecuada por los órganos competentes de la sociedad y que los accionistas tengan la posibilidad de expresar sus puntos de vista respecto de la política de remuneración de la sociedad, así como sobre las modalidades y el nivel de la remuneración de los administradores y la relación entre la misma y el rendimiento de cada titular, mediante la votación de la política de remuneración y del informe sobre remuneraciones de la sociedad.

De acuerdo con el nuevo artículo 9 bis de la Directiva 2007/36/CE la política de remuneración resultará clara y comprensible y describirá los distintos componentes de la remuneración fija y variable, incluidas todas las bonificaciones y otras prestaciones en cualquiera de sus formas, que pueden ser concedidos a los administradores, indicando su proporción relativa. Asimismo, expondrá de qué forma se han tenido en cuenta las condiciones de retribución y empleo de los trabajadores de la sociedad al fijar la política de remuneración. También explicará el proceso de toma de decisiones que se ha seguido para su determinación, revisión y aplicación, incluidas las medidas destinadas a evitar o gestionar los conflictos de interés y, en su caso, la función del comité de remuneraciones o de los otros comités de que se trate.

No todas estas previsiones se recogen en el artículo 529 novodécies de nuestra Ley de Sociedades de Capital, al regular la política de remuneraciones de los consejeros de las sociedades cotizadas; por lo que la transposición de la Directiva exigirá también en este punto una

reforma de la citada Ley, que permita completar su actual regulación con las nuevas exigencias que introduce la norma europea y, en su caso, con las opciones que asimismo habilita, como la que concede a los Estados miembros para permitir a las sociedades, en circunstancias excepcionales vinculadas a la necesidad de servir a los intereses a largo plazo y la sostenibilidad de la sociedad o para asegurar su viabilidad, la aplicación de excepciones temporales a la política de remuneración (siempre que en la política se establezca el procedimiento para ello y se especifiquen los componentes que podrán ser objeto de excepción).

Asimismo, el artículo 9 bis establece el derecho de los accionistas a votar, de forma vinculante o consultiva, sobre la política de remuneración cada vez que se introduzcan cambios importantes y, al menos, cada cuatro años. Requerida por nuestra Ley de Sociedades de Capital una aprobación vinculante de la política por la junta de accionistas al menos cada tres años, y antes, si el Informe Anual de Remuneraciones fuera rechazado en la votación consultiva (artículo 529 novodécies de la LSC y recomendación 58 del CBGSC), no resulta razonable prever una modificación de la norma al respecto para otorgar a la votación de la política un carácter consultivo y menos garantista para los accionistas, en vez de vinculante como sucede actualmente.

Por otra parte, el nuevo artículo 9 ter de la Directiva 2007/36/CE regula la información que se debe facilitar y el derecho de los accionistas a votar el informe sobre remuneraciones. El precepto dispone que el contenido de dicho informe deberá ser claro, con descripción completa de la remuneración- incluidas todas las prestaciones en cualquiera de sus formas- abonada o por abonar durante el ejercicio más reciente a cada administrador, incluidos los antiguos y los contratados recientemente. Asimismo, contendrá una serie de



informaciones descritas en el apartado 1 del artículo 9 ter.

Nuestra Ley de Sociedades de Capital ya reconoce en su artículo 541 el carácter obligatorio del informe anual sobre remuneraciones de consejeros para todas las sociedades cotizadas, cuya estructura y contenido se encuentran desarrollados en la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, y en la Circular 4/2013, de 12 de junio, de la CNMV, de acuerdo con su nueva redacción dada por la Circular 2/2018, de 12 de junio, las cuales incluyen prácticamente todas las informaciones descritas en el citado precepto de la Directiva.

Sin perjuicio de lo anterior, la Directiva exige publicar la variación anual de la remuneración, la evolución del rendimiento de la sociedad y de la remuneración media sobre una base equivalente a tiempo completo de los trabajadores de la sociedad distintos de los administradores durante al menos los cinco ejercicios más recientes, presentadas de manera conjunta de modo que resulte posible establecer comparaciones; lo cual, unido a la previsible adopción por la Comisión de directrices en las que se especifique la presentación normalizada de la información contenida en el apartado 1 del citado artículo 9 ter, de acuerdo con el mandato previsto en el apartado 6 del mismo precepto, hace pensar en una rápida desactualización del modelo normalizado de informe anual de remuneraciones de los consejeros de sociedades cotizadas aprobado por la CNMV en su reciente Circular 2/2018, de 12 de junio.

4.1.6. CONTROL Y TRANSPARENCIA DE LAS OPERACIONES SIGNIFICATIVAS CON PARTES VINCULADAS.

Finalmente, no podemos concluir este breve análisis comparativo realizado entre la Directiva

(UE) 2017/828 y nuestro vigente marco normativo sin mencionar las medidas dispuestas por la norma europea para salvaguardar la protección de los intereses de las sociedades y de sus accionistas que, ante operaciones significativas con partes vinculadas, pueden verse perjudicados.

Con ese objetivo, se da, en primer lugar, un mandato a los Estados miembros para definir tales operaciones significativas (caracterizadas por su influencia en las decisiones económicas de los accionistas de la sociedad y el riesgo que entrañan para la sociedad y sus accionistas que no sean partes vinculadas, incluidos los accionistas minoritarios) a partir de indicadores cuantitativos, basados, entre otros, en el impacto de la operación en la situación financiera, los ingresos, los activos, la capitalización, o teniendo en cuenta la naturaleza de la operación y la posición de la parte vinculada; y pudiendo coexistir diferentes definiciones según la dimensión de la sociedad.

Tales operaciones deberán ser aprobadas por la junta general o por el órgano de administración (concediéndose a los Estados miembros la opción de permitir que los accionistas tengan derecho a votar en la junta general las operaciones significativas con partes vinculadas que hayan sido aprobadas por el órgano de administración de la sociedad) y con la abstención del administrador o del accionista que participen en las mismas, salvo que en este último caso se establezcan los procedimientos necesarios antes del proceso de votación o durante este que impidan que la parte vinculada apruebe la operación a pesar de la opinión contraria de la mayoría de los accionistas que no sean partes vinculadas o pese a la opinión contraria de la mayoría de los administradores independientes.

Se impone, asimismo, un régimen de transparencia de dichas operaciones consistente en su anuncio público a más tardar en el momento de su celebración, debiendo incluir el



anuncio como mínimo, información sobre la naturaleza de la relación con la parte vinculada, el nombre de la parte vinculada, la fecha y el valor de la operación y otra información que pueda resultar necesaria para valorar si es justa y razonable desde el punto de vista de la sociedad y de los accionistas que no sean partes vinculadas, en particular, los minoritarios; y se otorga a los Estados miembros la posibilidad de exigir que el mencionado anuncio público vaya acompañado de un informe elaborado por un tercero independiente, por el órgano de administración de la sociedad o por el comité de auditoría u otro compuesto en su mayoría por administradores independientes., que evalúe si la operación es justa y razonable desde el punto de vista de la sociedad y de los accionistas que no sean partes vinculadas, y que explique los supuestos en los que se basa, junto con los métodos utilizados.

El régimen descrito de aprobación y transparencia de las operaciones con partes vinculadas que se definan como significativas en los términos establecidos en la Directiva no será aplicable (salvo que los Estados miembros dispongan lo contrario) a las operaciones celebradas en el curso ordinario de la actividad empresarial y concluidas en condiciones normales de mercado y podrá asimismo no ser tampoco de aplicación en otros supuestos determinados que enuncia el nuevo artículo 9 quater de la Directiva 2007/36/CE.

Son diversas las disposiciones de nuestro Ordenamiento jurídico que regulan las operaciones con partes vinculadas en las sociedades cotizadas sometiéndolas a un particular régimen de aprobación y de transparencia: entre otras, el apartado 1.h) del artículo 529 ter de la Ley de Sociedades de Capital, que atribuye al consejo de administración la aprobación, previo informe de la comisión de auditoría, de las operaciones que la sociedad o las sociedades de su grupo realicen con consejeros o

con accionistas titulares, de forma individual o conjuntamente con otros, de una participación significativa, debiendo abstenerse de participar en la deliberación y aprobación los consejeros afectados o que representen o estén vinculados a los accionistas afectados, y quedando exceptuadas de esta aprobación las operaciones que reúnan simultáneamente las condiciones establecidas en dicho precepto; el artículo 118.3 de la Ley del Mercado de Valores y la Circular EHA/3050/2004, de 15 de septiembre, sobre la información de las operaciones vinculadas que deben suministrar las sociedades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales. Adicionalmente, el Código de Buen Gobierno de Sociedades Cotizadas recomienda que las sociedades cotizadas publiquen en su página web con antelación suficiente a la celebración de la junta general, entre otros informes, el de la comisión de auditoría sobre operaciones vinculadas.

Sin embargo, por lo que respecta al concepto de operaciones significativas, más allá de dos referencias a indicadores cuantitativos -tales como los previstos en la Directiva en el artículo 230.2 de la Ley de Sociedades de Capital («...la transacción cuyo valor sea superior al diez por ciento de los activos sociales...»), y en el ya citado apartado 1.h) del artículo 529 ter de la misma Ley, que, al establecer las operaciones con partes vinculadas que se exceptúan de la preceptiva aprobación por el consejo de administración, se refiere a aquellas cuya cuantía «no supere el uno por ciento de los ingresos anuales de la sociedad», no existe una definición como tal.

Ello así, parece razonable pensar en la necesidad de delimitar de acuerdo con el mandato del apartado 1 del artículo 9 quater de la Directiva 2007/36/CE, cuáles hayan de ser consideradas operaciones significativas con partes vinculadas en sociedades cotizadas, a



efectos de sujetarlas al régimen de aprobación y transparencia que específicamente se establezca para las mismas en los términos previstos en la Directiva. Para ello, el Legislador español debería tomar en consideración, no sólo indicadores cuantitativos, sino también los de otro tipo que contempla la norma europea, como la naturaleza de la operación y la posición de la parte vinculada, que por sí solas o combinadamente con alguno de los primeros, fácilmente pueden determinar la necesidad de calificar una operación como significativa por sus consecuencias de impacto y riesgo para la sociedad y los accionistas que no son partes vinculadas.

Este tipo de operaciones referidas en el párrafo anterior tienen actualmente, de conformidad con las normas vigentes, que ser, comunicadas, en todo caso, por su propia naturaleza, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores como información relevante (artículo 227 de la vigente Ley del Mercado de Valores) e incluidas en la página web de las sociedades correspondientes según lo establecido en la Circular 3/2015, de 23 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre especificaciones técnicas y jurídicas e información que deben contener las páginas web de las sociedades anónimas cotizadas y las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores; y, en cuanto celebradas entre partes vinculadas, ser aprobadas por el consejo de administración, previo informe de su comisión de auditoría.

No obstante lo expuesto, a pesar de que las citadas disposiciones internas pudieran ser aprovechadas para considerar cumplida gran parte de los requerimientos de la norma europea, resultaría de gran valor, con motivo de la transposición de la Directiva (UE) 2017/828, y la necesidad de definir las que hayan de ser consideradas operaciones significativas con

partes vinculadas, evitar la dispersión normativa existente y optar por una regulación conjunta y completa de las operaciones con partes vinculadas en las sociedades cotizadas y, en particular, de las de carácter significativo, que permita, además de superar las dificultades que siempre conlleva esa dispersión en la interpretación y aplicación de las normas, mejorar las vigentes, en aras de la máxima protección de los intereses de la sociedad y sus accionistas que no sean partes vinculadas mediante el recurso, en su caso, a determinadas opciones que concede el nuevo artículo 9 quater de la Directiva 2007/36, entre ellas, la exigencia de completar la comunicación pública de la operación con un informe elaborado por un tercero independiente que, en su caso, podría acompañar al de la comisión de auditoría, sobre la justicia y razonabilidad de la operación desde el punto de vista de la sociedad y de los accionistas que no sean partes vinculadas (incluidos los accionistas minoritarios); e incluso la votación por los accionistas, en determinados casos, de tales operaciones.

4.2. LOS NUEVOS CRITERIOS DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES SOBRE LAS COMISIONES DE NOMBRAMIENTOS Y RETRIBUCIONES

Dentro de su plan de actividades para 2018, la CNMV publicó la propuesta de una guía técnica, a la vista de la experiencia adquirida y el consenso internacional, que recopila los criterios, prácticas, metodologías o procedimientos que considera más adecuados a la composición y funcionamiento de las comisiones de nombramientos y retribuciones, a semejanza de la publicada en 2017 sobre las comisiones de auditoría. Por su importancia práctica se incluye la consideración de sus extremos más



relevantes en este apartado, a salvo de los posibles ajustes que se incluyan en su redacción final, prevista para el primer trimestre de 2019.

La inclusión de criterios y buenas prácticas en este tipo de guías plantea el problema de su alcance, que no debería añadir nuevas o sustituir las recomendaciones que deben recogerse en otros instrumentos como los propios códigos de buen gobierno, y su ajuste a las normas jurídicas aplicables, también en los casos de normas sectoriales de gobierno corporativo, lo que podría derivar en situaciones de contradicción o inseguridad jurídica.

En todo caso, la Guía Técnica reconoce la facultad de auto-organización de las compañías, así como el principio de proporcionalidad, de modo que los emisores podrán adoptar los principios y recomendaciones a sus particulares circunstancias y características, en función de su tamaño, complejidad y sectores en los que operen.

La propuesta de guía recomienda la constitución de dos comisiones separadas en casos de organigrama o procesos complejos y la extensión de sus competencias a los puestos directivos de las compañías. Se preocupa además de que ambas comisiones establezcan mecanismos de coordinación entre ellas, como pueden ser la celebración de reuniones conjuntas o que algún miembro forma parte de las dos. Recoge entre los principios de su actuación, su independencia, en su sentido más propio de libertad de juicio o independencia de instrucciones, lo que no supone que todos sus miembros sean necesariamente consejeros independientes; el escepticismo sano en relación con las propuestas de personas ajenas a la comisión y, en particular, de los ejecutivos de la compañía, y el dialogo constructivo en su seno e interno en la compañía y la capacidad de análisis suficiente y utilización de expertos.

En la propuesta de guía se aprecia el interés de dotar a esas comisiones de medios ade-

cuados y amplio auxilio de asesores externos, hasta el punto de prever, al menos, tres asesores externos independientes para dar apoyo a la comisión, con el fin de evitar conflictos en las diferentes tareas objeto de asesoramiento. Tanto la multiplicación de asesores, como la previsión de un presupuesto anual de la propia comisión pueden resultar enormemente gravoso para muchas empresas emisoras de valores.

La propuesta fija ciertos criterios, algo ambiciosos, sobre la composición de las comisiones, con un amplio concepto de la diversidad, que será de género, experiencia profesional, competencias, conocimientos sectoriales, así como, en el caso de entidades con un nivel relevante de internacionalización, experiencia internacional o procedencia geográfica, que deberían darse en el ámbito de esas comisiones. Tal cúmulo de condiciones y experiencias seguramente se puede pretender en el ámbito de los propios consejos, pero es mucho más difícil de alcanzar en el marco de unas comisiones con muy reducido número de miembros. Tanto la aplicación del principio de proporcionalidad, como la mención reiterada al auxilio de expertos, deberían servir para ajustar la aplicación de esos criterios a la realidad de las compañías.

Sobre su composición, destaca la mención expresa que la propuesta de guía hace de la figura de los consejeros «microdominicales», que la propuesta caracteriza como consejeros que cumplen las condiciones para ser independientes salvo en su relación con un accionista significativo.

No hay duda de que, en la práctica los consejeros «microdominicales» han desempeñado un papel apreciable, de modo parecido al de los independientes, pero su inclusión nos plantea algunas cuestiones previas. En primer lugar, si se pretende incluir la figura en nuestro régimen corporativo, su definición y ca-



rácter deberían recogerse en un instrumento legal y no en una mera guía técnica, por relevante que ésta pueda ser en el desenvolvimiento del gobierno corporativo de las compañías.

Por otro lado, el concepto de consejero «microdominical» sería una especialidad típicamente española, como ya lo fue la figura de los dominicales, difícilmente entendible para los operadores internacionales. Asimismo, la preferencia por los microdominicales supondría la postergación de los otros dominicales que, si se quisiera llevar a efecto, debería adoptarse en un código de buen gobierno o, preferiblemente, en una norma legal imperativa.

No obstante todo lo anterior, a la vista de lo beneficioso de la figura, y en otro ámbito normativo, se podría plantear que los «microdominicales» contaran como independientes en algunos casos a los efectos de la composición del consejo o de sus comisiones.

La propuesta de guía incluye asimismo, un conjunto de recomendaciones sobre su funcionamiento. Como ya se hizo en relación con las comisiones de auditoría, se recomienda la aprobación de un reglamento propio. Se establece un conjunto de buenas prácticas referidas a la frecuencia de sus reuniones, con un mínimo anual, lo que puede ser excesivo para muchas compañías emisoras.

La propuesta establece la elaboración y actualización permanente de una matriz de competencias, experiencia y conocimiento, referida no solo al consejo de administración sino también para la alta dirección de la sociedad. Por lo que hace a la matriz de competencia para los altos directivos parece que, salvo casos de normas sectoriales que establezcan otra cosa, se trata de una tarea del primer ejecutivo, de modo que en lo que se refiere a esos directivos, las comisiones deberían obtener la información oportuna, en forma y tiempo, sobre el desempeño de la alta dirección en relación con el negocio.

La propuesta aborda la renovación progresiva de los consejos de administración, si bien incluye referencias al tiempo que cada consejero lleva desempeñando el cargo y a la edad, que no parece que deban tener cabida en esta guía. Respecto de las propuestas para el nombramiento, reelección y separación de otros consejeros, entre otros aspectos, se analizará la dedicación del candidato y el resto de sus ocupaciones y, en particular, el número de consejos de los que puede razonablemente formar parte. La propuesta menciona dos casos singulares de evaluación de los candidatos, como son los propuestos en virtud del derecho de representación de las minorías, y los consejeros personas jurídicas, la evaluación debería alcanzar tanto al Consejero como a la persona física que lo represente. En este punto las recomendaciones de actuación de estas comisiones se encuentran en un difícil cometido, ya que difícilmente pueden oponerse recomendaciones de buenas prácticas frente al derecho legalmente ejercido por el accionista que cuente con el porcentaje exigido.

En la elevación de propuestas de consejeros independientes, la guía considera buena práctica externalizar la búsqueda y que cualquier consejero pueda aportar candidatos, siempre con especial atención a evitar conflictos de intereses o la existencia de vinculaciones con los candidatos presentados.

Entre las funciones de la comisión, se incluye el examen y organización de la sucesión del presidente del consejo, del primer ejecutivo. Destaca la participación del consejero coordinador independiente y la revisión periódica de los planes de sucesión. En la sucesión del primer ejecutivo, y otros consejeros ejecutivos la comisión deberá consultar al presidente y al primer ejecutivo actuales de la sociedad.

La propuesta se refiere en detalle a la evaluación del consejo de administración y sus comisiones especializadas, que debería liderar



la comisión de nombramiento. En lo que se refiere a la involucración de la comisión en la evaluación de la alta dirección, conviene aclarar que se limitará a la revisión y seguimiento de los procedimientos de evaluación de la alta dirección, cuya realización y conclusión corresponde al primer ejecutivo de la sociedad.

Se recoge también la función de proponer de política de retribuciones y de las condiciones contractuales de los consejeros y de la alta dirección y la determinación o verificación de las remuneraciones devengadas por los consejeros y la alta dirección. Entre otras funciones de la comisión se menciona la involucración en la comunicación y contactos con accionistas, inversores institucionales y asesores de voto, que puede llevar a cabo directamente el consejo de administración o alguno de sus miembros.

Por último en este punto, destacan las recomendaciones recogidas en relación con las razones de los ceses de los consejeros. Como señala el Código de Buen Gobierno, cuando, ya sea por dimisión o por otro motivo, un consejero cese en su cargo antes del término de su mandato, explicará las razones en una carta que remitirá a todos los consejeros y que sin perjuicio de que el cese se comunique como hecho relevante, del motivo del mismo se dé cuenta en el informe anual de gobierno corporativo. La guía se refiere a esos casos estableciendo que la comisión establecerá un diálogo con el consejero que cesa y deberá velar porque el consejo dé publicidad a las razones y circunstancias del cese. Parece que bastaría que la comisión, a la vista de la carta del consejero saliente, valore si resulta necesario establecer un diálogo con él para aclarar las razones aducidas. En esos casos la Comisión debería velar porque los motivos del cese se reflejen de forma adecuada en el informe anual de gobierno corporativo sin hacer más publicidad.

4.3. APLICACIÓN DE LA DIRECTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, DE 22 DE OCTUBRE DE 2014 SOBRE LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN NO FINANCIERA E INFORMACIÓN SOBRE DIVERSIDAD Y SU INCORPORACIÓN AL DERECHO ESPAÑOL POR LA LEY 11/2018.

El pasado sábado 29 de diciembre de 2018 se publicó en el BOE la Ley 11/2018, que modifica, entre otras normas, el Código de Comercio y las leyes de Sociedades de Capital y de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad. La Ley 11/2018 incorpora al Derecho español de la Directiva 2014/95/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, que modificó la Directiva 2013/34/UE en relación con la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos, que fue parcialmente transpuesta al ordenamiento jurídico español mediante el Real Decreto-ley 18/2017, de 24 de noviembre. La nueva ley se aplica a la información referida al ejercicio 2018.

La nueva ley extiende a un mayor número de compañías la obligación de publicar la nueva información no financiera y sobre diversidad, respecto de las previstas en el anterior RDL. Las empresas obligadas son las que tengan un número medio de trabajadores durante el ejercicio de 500 y sean empresas de interés público o que reúnan dos de tres condiciones que se establecen (activo superior a veinte millones, cifra anual de negocios de más de cuarenta millones, o 250 trabajadores de número medio).

El estado de información no financiera incluirá una breve descripción del modelo de negocio, su organización y estructura, los mercados en los que opera, sus objetivos, estrategias y evolución; la descripción de las políticas



aplicadas, los procedimientos de diligencia debida, gestión y control de riesgos e impactos significativos y los resultados de esas políticas; los principales riesgos vinculados a las actividades del grupo; los indicadores clave de resultados no financieros pertinentes respecto a la actividad empresarial. La ley impone el cumplimiento de criterios de comparabilidad, para lo que deberán utilizarse indicadores generalmente aplicados, así como la materialidad, relevancia y fiabilidad de la información. El gobierno podrá establecer indicadores clave para cada materia.

En relación las cuestiones no financieras que deben incluirse se recogen con un alto grado de detalle:

- a) Las cuestiones medioambientales; contaminación, economía circular y gestión de residuos, uso sostenible de los recursos (consumo de agua, materias primas, energías renovables, etc.), cambio climático (emisión de gases de efecto invernadero) y protección de la biodiversidad.
- b) Las cuestiones sociales y relativas al personal; empleo (número de empleados y distribución, remuneraciones medias desagregadas y evolución, políticas de desconexión laboral y empleados con discapacidad), organización del trabajo, salud y seguridad, relaciones sociales (diálogo social), horas de formación por categorías, accesibilidad de personas con discapacidad, medidas para la igualdad entre sexos.
- c) información sobre derechos humanos (prevención de abusos y respeto a convenios de la OTI).
- d) lucha contra la corrupción y el soborno.
- e) una serie de informaciones sobre la sociedad (impacto en comunidades, desarrollo y empleo, subcontratación y pro-

veedores, consumidores e información fiscal).

Según la redacción de la ley «será de obligado cumplimiento» que el informe se presente como punto separado del orden del día de la junta de accionistas. La ley establece que el estado de información no financiera debe someterse a una verificación por un verificador independiente.

Por último y desde el punto de vista de la composición de los consejos de las compañías cotizadas, la Ley 11/2018 se preocupa de hacer efectiva la aplicación del principio de diversidad, de modo que los consejos velarán para que las políticas de selección de sus miembros favorezcan la diversidad respecto la edad, género, discapacidad, formación y experiencia profesionales, para evitar la discriminación y la selección de consejeras en un número que permita alcanzar una presencia equilibrada de mujeres y hombres. Se deberá informar de la política de diversidad y, en el caso de que la sociedad no aplique ese tipo de política deberá ofrecer una «explicación clara y motivada».

4.4. LA REGULACIÓN SECTORIAL: EL RÉGIMEN DE GOBIERNO DE LOS BANCOS.

La misión de la Autoridad Bancaria Europea (EBA por sus siglas en inglés) es asegurar una supervisión y un regulación adecuadas, eficientes y armonizadas a escala europea. Esta se podría concretar en la construcción de un código normativo único y una convergencia en las prácticas de supervisión en Europa, con el fin de lograr una competencia equitativa y un alto grado de protección de depositantes, inversores y consumidores, en el sector europeo de entidades de crédito.

Uno de los instrumentos regulatorios más



comúnmente utilizado por la EBA son las guías. Estas son adoptadas por las autoridades de supervisión bancaria nacionales, conocidas por ANC (Autoridades Nacionales Competentes), de modo que obligan a supervisados y supervisores. Ello crea un «*fairplay*» y mayor transparencia en el ámbito de la regulación y la supervisión.

Aunque algo básico, parece oportuno escribir esta breve introducción para aquellos lectores menos familiarizados con las estructuras normativas y de supervisión del sector bancario en Europa.

Vamos a continuación a comentar brevemente las guías GL-11 y la GL-12, que entraron en vigor el pasado 30 de junio y cuya aplicación supone la revisión del régimen del gobierno corporativo de las entidades de crédito. Ambas responden al desarrollo de algunos puntos de la CRD IV de 26 de junio de 2013.

4.4.1. LA GL-11

Esta guía en su título II, recoge los dos tipos de funciones del órgano de administración (consejo de administración) de las entidades, las de carácter ejecutivo o de dirección y las de supervisión. En la mayoría de las entidades de crédito europeas se ha adoptado el llamado sistema monista por lo que ambas funciones son llevadas a cabo por el órgano de gobierno único.

Las responsabilidades que corresponden a un tipo de función u otro han sido recogidos por la guía y los reglamentos del consejo de muchas entidades, así como comentadas por diversos colegas del sector.

Merece la pena detenerse en un aspecto clave para las entidades de crédito, el de su estrategia. Corresponde al consejo el establecimiento

y la aplicación de esta en su acepción más general, así como las políticas que la desarrollan. Reviste una especial importancia, dentro de esta, la estrategia de riesgo, la determinación del apetito de riesgo de la entidad y el marco de gestión de los diferentes tipos de este.

Al mismo tiempo, el órgano de gobierno, no solo ha de determinar la estrategia general de la entidad, sino que ha de supervisar el adecuado desarrollo de la misma y, muy particularmente, la llevada a cabo en materia de riesgos. Los sistemas de control deberán detectar y poner de manifiesto las desviaciones en la aplicación de la estrategia de negocio y de riesgos para la inmediata corrección de la situación. Vemos pues que el órgano de gobierno, sin solución de continuidad ejerce continuamente ambas funciones: dirección y supervisión.

El correcto ejercicio de sus responsabilidades requiere un adecuado equilibrio en la composición y poderes dentro del consejo, conocido como «*checks and balances*».

Esto nos lleva a la problemática de la posible concentración de poder, particularmente en las presidencias del consejo de carácter ejecutivo. El consejo deberá tomar las debidas medidas que habrán de ser efectivas según el criterio del supervisor.

No vamos a detallarlas, pero sí hay que insistir en la verdadera autoridad del consejero coordinador, el liderazgo de los presidentes de las comisiones, la independencia de las funciones de control y la clara distinción de funciones del presidente y el consejero delegado respecto a la estructura de la entidad, como elementos esenciales de equilibrio de poderes.

La guía señala la importancia de que el consejo conozca y entienda «plenamente» la estructura jurídica, organizativa y operativa de la entidad. La adecuada asignación de funciones y el modo de dar cuenta de estas (*accoun-*



tability) deber ser eficiente e identificable, con un proceso de toma de decisiones claro, transparente y documentado.

También dedica un título, el número V, al «Marco y mecanismos de control interno». El apartado resulta esencial para el desarrollo de la función de supervisión del consejo. Este debe fomentar una cultura que conduzca a una actitud positiva hacia el control de riesgos y el cumplimiento normativo.

La guía atribuye al consejo la responsabilidad de «establecer y controlar la adecuación y la eficacia del marco, los procedimientos y los mecanismos del control interno». Las tres funciones de control (riesgos, cumplimiento y auditoría interna) son la base del sistema de control y a través de las comisiones de riesgos y auditoría dan al consejo una visión independiente, clara y actualizada de la calidad de control interno en la entidad.

Por último, pero no por ello menos importante, en su título IV desarrolla la «cultura de riesgos y conducta profesional», en torno a los siguientes elementos: Cultura de riesgos, valores corporativos y código de conducta, política de conflictos de interés (a diferentes niveles) y procedimientos de alerta, con los consiguientes procedimientos de notificación.

Este apartado reviste una importancia capital en lo que podríamos considerar la mejora de la reputación de las entidades de crédito. Muy deteriorada tras la crisis de Lehman Brothers y otros hechos más concretos de la realidad española más actual.

La adecuada cultura y unos claros «valores fundamentales» (expresión literal de la guía) en la entidad deberían concretarse en unos comportamientos que identifiquen a esta como fiable y apreciada positivamente por los diferentes grupos de interés (*stakeholders*), clientes, inversores, accionistas, empleados, etc.

El principal elemento de cultura que trata

es el relativo a la cultura de riesgos, su enraizamiento en los «valores fundamentales de la entidad «y el impacto en la estabilidad financiera, el perfil de riesgo y la gobernanza en la misma. Su establecimiento, desarrollo y control ha de ser una prioridad de los órganos de gobierno y «calar» a través de toda la organización.

La cultura de riesgos debe contar con un claro y transparente mecanismo de rendición de cuentas de todo el personal y unos procesos de toma de decisiones que estimulen una actitud crítica constructiva y de compromiso en toda la organización.

Un elemento relevante en la cultura de riesgos es el diseño de los incentivos que premien o penalicen comportamientos relativos al perfil de riesgos de la entidad y sus intereses a largo plazo.

De nuevo es el consejo el responsable de desarrollar, adoptar, observar y promover unas normas «rigurosas» (expresión empleada por la guía) éticas y profesionales.

La existencia de un exigente código de conducta, la formación del personal en su conocimiento y el estrecho control de su cumplimiento son prioridades del Consejo y los órganos de control.

También se atribuye al órgano de administración la responsabilidad de «establecer, aprobar y supervisar la aplicación y el mantenimiento de políticas eficaces para identificar, evaluar, gestionar y mitigar o prevenir conflictos de intereses reales y potenciales».

Por último, la guía establece una serie de criterios para el establecimiento de los canales de denuncia y su eficacia.

4.4.2. GL 12

Cumpliendo los mandatos de las Directivas Europeas 2013/36 y 2014/65, la ESMA y la



EBA elaboraron esta guía sobre la idoneidad de los consejeros y responsables principales de la gestión de las entidades de crédito y compañías de inversión.

De acuerdo con el punto 11 de la guía, quedan sujetos al análisis y evaluación de idoneidad los miembros del consejo de administración, el CFO y los responsables de las funciones de control, así como otros integrantes del «*Senior management*» que ocupen cargos clave en la institución, según un criterio de sensibilidad al riesgo.

De acuerdo con lo indicado en el artículo 91 de la Directiva 2013/36 y el artículo 9 de la Directiva 2014/65 la guía concreta los siguientes conceptos para evaluar la idoneidad:

- Compromiso de dedicación de tiempo.
- Adecuado conocimiento individual y colectivo.
- Habilidades y experiencia.
- Honestidad, integridad e independencia de criterio.
- Diversidad a tener en cuenta para la incorporación de nuevos consejeros.
- Recursos humanos y financieros para la formación inicial (*induction*) y continua.

La armonización que persigue la guía para la evaluación de la idoneidad de los consejeros y directivos clave, debe quedar reflejada en los procesos correspondientes de las disposiciones internas de gobierno de la entidad.

La idoneidad se debe verificar no sólo en el momento de acceder al puesto sino de modo continuo, y particularmente en el caso de producirse hechos que puedan alterar la misma.

El principio de proporcionalidad, es decir el grado de importancia sistémica de la entidad, tamaño, complejidad, etc., se articula en los puntos 20 a 23 de la guía en su título I del capítulo 4. Los miembros del

consejo de administración, independientemente de la relevancia de la entidad, deben contar con la honorabilidad, reputación e independencia de criterio requerido a cualquier entidad.

Cada entidad debe tener los procedimientos adecuados para establecer la idoneidad de consejeros y titulares de posiciones clave y someterlos al análisis y aprobación de la autoridad nacional competente (ANC). Para ello habrá que facilitarle a esta la información correspondiente.

La guía en su Anexo III hace referencia a dicha información, aunque no excluye que se pueda requerir más información por parte de la ANC.

La evaluación de la idoneidad por parte de la ANC se trata en el Título VIII de la guía. Esta valoración puede aplicarse no sólo en la designación de un nuevo consejero o directivo clave en la institución, sino también en un proceso continuo dentro de la labor de supervisión de la ANC. Se pueden llevar a cabo entrevistas personales para la evaluación correspondiente, así como asistencia a reuniones de los órganos de gobierno de la entidad. Se establecen unos plazos prudenciales tanto para las solicitudes como para la decisión de la ANC, aunque este último queda interrumpido por la petición de cualquier información adicional. También se prevé la cooperación entre diversas ANC's.

Con independencia del desarrollo de los conceptos mencionados al inicio de esta nota y de las indicaciones que da la guía para la evaluación de su cumplimiento de modo individual y colectivo, destacamos el Anexo I que facilita un modelo de matriz para evaluar la idoneidad colectiva del consejo. La entidad podrá utilizar su propia metodología, pero basada en los criterios establecidos por la guía.

Puntos clave:



- 1) Determinación de los conceptos a tener en cuenta para establecer la idoneidad de los consejeros y los criterios para la aplicación de estos conceptos en su evaluación.
- 2) La evaluación de la idoneidad se llevará a cabo de modo individual sobre cada componente del consejo y sobre el conjunto, de modo colectivo.
- 3) Además del análisis de la idoneidad en la incorporación del consejero, este también se hará cuando se trate de ocupar un cargo o posición concreta en el consejo o una de las Comisiones, que requiera condiciones específicas, o en una situación de cambio de circunstancias en el consejero, según establece la guía.
- 4) De igual modo se evaluará la idoneidad colectiva del órgano de administración cuando se produzcan «cambios relevantes» en su composición, cambio relevante en el modelo de negocio, apetito del riesgo o estrategia, y de modo rutinario como parte de la revisión del gobierno interno de la entidad.

Siempre según los conceptos y criterios para su aplicación que establece la guía.

- 5) Resaltamos la independencia de criterio requerida a los consejeros y la importancia de los consejeros independientes en promover el correcto ejercicio de la función supervisora o de vigilancia que debe llevar a cabo el Consejo.
- 6) La entidad debe contar con las debidas políticas de:
 - Selección, nombramiento y sucesión de consejeros.
 - Idoneidad y evaluación de la misma.
 - Iniciación o acogida (*induction*) y formación continua.
 - Diversidad, con sus objetivos.

Así como los procedimientos de selección, nombramiento y evaluación de la idoneidad de los responsables de posiciones clave y, en particular, de los titulares de las funciones de control. También los procedimientos de comunicación a los supervisores en materia de evaluación de la idoneidad.

- 7) Cobra creciente importancia la labor de la Comisión de Nombramientos, habida cuenta de todas las responsabilidades del Consejo de Administración que se derivan de esta guía y también de la reciente *Guidelines on internal governance* (EBA/GL/2017/11), ambas estrechamente ligadas.
- 8) No hay que olvidar que la guía también va dirigida a las ANC (autoridades nacionales competentes) y al Banco Central Europeo, como responsables de las autorizaciones y destinatarios de las evaluaciones de idoneidad. La guía trata este tema en su título VIII.
- 9) Finalmente, destacamos los anexos I, II y III, donde la guía sugiere un modelo de análisis de competencias del consejo y criterios de evaluación de habilidades, así como la documentación conveniente para la incorporación de nuevos consejeros.

4.5. LA REGULACIÓN DE LAS COMPAÑÍAS ASEGURADORAS.

Los principios sobre los que se asienta la normativa de buen gobierno corporativo, emanada de organismos internacionales, comunitarios y nacionales y dirigidos principalmente a las sociedades anónimas cotizadas, son coincidentes con aquellos que deben de servir para orientar el gobierno corporativo de las entidades aseguradoras. El sector del seguro ha evolucionado de manera constan-



te en las últimas décadas, pero en lo que a buen gobierno se refiere, ha sido la Directiva de Solvencia II (Directiva 2009/138/CE) y los Reglamentos que la desarrollan, la que ha supuesto un cambio exponencial, pues establece por primera vez una regulación detallada y exigente del sistema de gobierno de las entidades aseguradoras, y ello con el fin de asegurar la sostenibilidad del sistema y la protección de los consumidores, bajo el principio de prudencia.

Como es sabido dicha Directiva se estructura en tres pilares fundamentales: El primero, implica una medición rigurosa de los estados patrimoniales de la aseguradora (activo, pasivo y capital); el segundo refiere al sistema de gobierno y a la supervisión por parte de las autoridades competentes; y el tercero, a la disciplina de mercado.

Efectivamente, la Directiva comunitaria ha supuesto para el sector la exigencia de contar con un sistema eficaz de gobernanza que garantice una gestión sana y prudente de la actividad. Dicho sistema ha de comprender como mínimo, una estructura organizativa transparente y apropiada y un sistema eficaz para garantizar la transmisión de información, lo que correlativamente implica una mayor supervisión de la actividad por parte de las autoridades competentes.

Además, las empresas de seguros y reaseguros deben de disponer de un sistema eficaz de gestión de riesgos y de un sistema eficaz de control interno, así como de una clara y adecuada distribución y separación de funciones.

EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority), ha publicado unas Directrices muy exigentes y completas sobre el sistema de Gobernanza que conviene, por su importancia, referir con carácter singular. Las Directrices se estructuran en distintas secciones en función de la materia y se detalla en cada una de ellas su contenido. Resulta im-

posible reproducir aquí las Directrices, pero si conviene señalar de manera esquemática su contenido, ya que a través del mismo se evidencia el alto grado de exigencia a las entidades aseguradoras:

- Requisitos generales de Gobernanza. Bajo esta rúbrica se establecen unos criterios sobre cuestiones estructurales en las sociedades tales como, la relación de los órganos de administración o dirección con los titulares de las funciones clave, la toma de decisiones significativas, la adecuada asignación y separación de funciones y responsabilidades, y la necesaria existencia de políticas que conformen el sistema de Gobernanza de la organización.

- Remuneración. Se refiere a lo que debe de ser la política de remuneraciones de la empresa que, en todo caso, deberá de ser coherente con las estrategias de gestión de riesgos.

- Aptitud y Honorabilidad. Refieren las Directrices tanto a los requisitos como a las políticas y procedimientos. La empresa debe de garantizar que las personas que la dirigen de manera efectiva o desempeñan funciones clave, sean aptas para atender a las obligaciones que le corresponden, garantizando además una adecuada diversidad de cualificaciones, conocimientos y experiencia para que la empresa sea gestionada de manera profesional.

- Gestión de Riesgos. Se destaca el papel del órgano de administración que debe de ser el último responsable del sistema de gestión de riesgos y las políticas con que la empresa debería de contar en esta materia y así: gestión del riesgo de suscripción y de gestión de reservas; gestión del riesgo operacional; riesgo estratégico y de reputación; gestión de activos y pasivos; gestión del riesgo de inversión y gestión del riesgo de liquidez.

- El principio de prudencia y el sistema de gobernanza. Como se ha indicado al inicio,



el principio de prudencia es uno de los ejes sobre los que debe configurarse el sistema de Gobernanza y en él pone especial énfasis EIOPA, a través de sus directrices, indicando en que aspectos este principio debe de presidir la actuación de la compañía. Así, entre otros: en la gestión del riesgo de inversión, en la evaluación de las actividades de inversión no rutinarias y en la seguridad, calidad, liquidez y rentabilidad de las carteras de inversión.

- Requisitos sobre fondos propios. Exige EIOPA que las empresas cuenten con una política de gestión del capital que incluya una descripción de todos los procedimientos para garantizar que las partidas de recursos propios se califican correctamente de acuerdo con la normativa comunitaria y supervisar nivel por nivel la emisión de partidas de recursos propios de acuerdo con el plan de gestión de capital. Se establecen directrices específicas para los seguros *Unit-linked*.

- Controles internos. Las empresas deben de promover controles internos adecuados asegurándose de que todo el personal es conocedor de su función y que se transmite al órgano de administración, de manera adecuada, la información relevante para la toma de decisiones.

- Función de Auditoría Interna. Las empresas deben de contar con una política de auditoría que asegure su autonomía e independencia y que el Plan de Auditoría interna cubre todas las actividades significativas que han de revisarse.

- Función Actuarial. Refieren las directrices respecto de esta función a sus tareas, potenciales conflictos de interés, coordinación del cálculo de las provisiones técnicas y calidad de los datos, entre otras.

- Valoración de los activos y pasivos distintos de las provisiones técnicas. Las empresas deben de contar también con políticas y procedimientos sobre esta materia, incluidos los procedimientos de control de calidad de los

datos. El órgano de administración debe poder demostrar un conocimiento general de los métodos de valoración y las incertidumbres del proceso para poder realizar una supervisión adecuada.

- Externalización. Las empresas deberán contar con una política escrita de externalización y además documentar si la función o actividad externalizada es crítica o importante. En el caso de externalizaciones intra-grupo, deberá documentarse qué funciones corresponden a cada entidad jurídica y garantizarse que la realización de funciones fundamentales a nivel de empresa no se vea perjudicada por dicha externalización.

- Requisitos especiales para la Gobernanza del grupo. Establece EIOPA unas directrices específicas para los grupos que versan sobre el sistema de gobernanza a nivel de grupo (líneas de información, rendición de cuentas, responsabilidad y supervisión), riesgos con impacto significativo a nivel de grupo, concentraciones, operaciones intragrupo y gestión del riesgo del grupo.

La autoridad supervisora nacional, la Dirección General de Seguros, también ha emitido Guías Técnicas sobre cuestiones en materia de Sistema de Gobierno.

Mención singular por su transcendencia requieren las denominadas funciones clave que deben de existir en las entidades de seguros y la organización de las mismas. Así, se consideran por la Directiva funciones clave: La función de gestión del riesgo, la función de cumplimiento, la función actuarial y la función de auditoría interna. Tanto EIOPA como la Dirección General de Seguros han emitido Directrices y Guías Técnicas para dar a conocer su criterio en relación con esta materia, que se ha convertido en esencial en el ámbito de la organización de las compañías.



Por su parte, UNESPA, asociación profesional de las empresas de seguros que operan en territorio español, ha venido desarrollando una serie de guías que conforman un marco auto regulatorio que procura reflejar las mejores prácticas en el sector. Así, entre otras, conviene destacar la Guía de buen gobierno de las entidades aseguradoras, la Guía de buenas prácticas de transparencia en la comercialización del seguro, la Guía de buenas prácticas de control interno o las Guías de buenas prácticas en materia de información previa la contratación de los productos de seguro.

Resulta muy notable la exigencia de un nivel adecuado de transparencia sobre los criterios de autogobierno adoptados. Es por ello que UNESPA, bajo el principio de protección del consumidor, destaca la conveniencia de que las entidades aseguradoras acuerden medidas concretas para informar al mercado en general y a los asegurados en particular, sobre los aspectos cualitativos de la gestión mediante la difusión de normas de buen gobierno adoptadas y del análisis periódico de su cumplimiento.

Así, hoy en día, podemos afirmar que las entidades aseguradoras están sometidas a fuertes exigencias vinculadas al buen gobierno, que exceden de manera notable de lo exigido a la mayoría de las empresas de otros sectores. Estas nuevas exigencias se asientan sobre principios tales como el de proporcionalidad, el de prudencia en la gestión, ya referido anteriormente y, de manera relevante, en el principio de protección del consumidor. Y ello porque, las exigencias de buen gobierno tienen como finalidad última la salvaguarda de los derechos de los clientes. Por ello, la normativa comunitaria en materia de seguros piloto en torno a ese principio.

En relación con lo anterior, conviene hacer una referencia, aunque sea breve, a la Directiva de Distribución de Seguros, (Directiva

2016/97/CE), pendiente de transposición al ordenamiento jurídico nacional. No obstante, los Reglamentos Delegados de desarrollo son de aplicación directa desde el 1 de octubre de 2018. Pues bien, esta normativa exige en la actividad de distribución, tener siempre en cuenta el mejor interés del cliente y, bajo el principio de proporcionalidad, se refuerza la obligación de transparencia y de información de las entidades aseguradoras. Igualmente, trae al ámbito de la distribución del seguro, la obligación de actuar con honestidad, equidad y profesionalidad. Obliga además a las entidades aseguradoras a contar con una política de Gobernanza y Control de producto, lo que supone documentar de manera adecuada los procedimientos y procesos relacionados con la gobernanza de producto.

5. ALGUNAS CONCLUSIONES DE NUESTRO ESTUDIO.

En este último apartado queremos señalar algunos aspectos de interés en los desarrollos y en la aplicación del régimen aquí señalado que se han recogido en los distintos apartados de este trabajo.

La Directiva de Derechos de los accionistas supone una reforma en profundidad del régimen corporativo, en lo que se refiere a las relaciones entre las compañías cotizadas y sus accionistas. El cumplimiento de sus ambiciosos objetivos requerirá en la práctica aclarar que el ámbito de la responsabilidad es de todos los participantes, tanto en lo que se refiere a la identificación de los titulares de los derechos como a la facilitación de su ejercicio. Debe aclararse la obligación de los intermediarios de la cadena de transmitir sin demora a la sociedad, o al tercero nombrado por la sociedad (en su caso, el propio depositario central de valores o un intermediario o un prestador de



servicios), la información que posean sobre la identidad del accionista o los datos del siguiente intermediario de la cadena, así como la información recibida de los accionistas en relación con el ejercicio de los derechos derivados de sus acciones.

La reforma legislativa que exige la transposición de la Directiva debería aprovecharse para abordar materias como la definición de las operaciones vinculadas, que debería tener en cuenta, no sólo indicadores cuantitativos, sino también los de otro tipo contemplados en la Directiva, como la naturaleza de la operación y la posición de la parte vinculada. En relación con la regulación española de las operaciones vinculadas, su régimen actual ha planteado problemas de importancia en su aplicación en lo que se refiere a la obligación de abstención de los consejeros dominicales en relación a los asuntos que puedan considerarse de parte vinculada y en el ámbito de las operaciones intragrupo.

La incorporación a nuestro régimen de gobierno corporativo del concepto los consejeros «microdominicales», que cumplirían las condiciones para ser independientes salvo en su relación con un accionista significativo, incluido en el borrador de guía técnica de la CNMV sobre comisiones de nombramientos y retribuciones, muestra el interés que ha ido alcanzando esta figura en la consideración de las funciones de supervisión de los consejos y sus comisiones. En cualquier caso, su definición y carácter deberían recogerse en un instrumento legal y no en una mera guía técnica.

La experiencia del gobierno de las entidades sigue evidenciando un «gap» entre las previsiones del mercado y los supervisores y la realidad de algunos sistemas de gobierno de algunas entidades. En este aspecto no está de más insistir en que el acento, más que en nuevas iniciativas regulatorias, generales o sectoriales, debería estar en su supervisión apropiada y ajustada al principio de proporcionalidad.



EL EFECTO DEL BREXIT SOBRE LA UNIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES EN EUROPA

FRANCISCO URÍA

Socio responsable de sector financiero en KPMG EMA y socio principal de KPMG abogados

Doctor en derecho y abogado del estado excedente

1. EL ORIGEN Y LOS OBJETIVOS DE LA UNIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES

El nacimiento de la Unión del Mercado de Capitales (o Capital Markets Union como fue denominada en su versión original en inglés) respondió, por un lado, a elementos «estructurales» y a otros que podemos calificar como de carácter más «coyuntural».

Por un lado, y como he vivido personalmente al participar en diversos grupos de trabajo organizados por la Comisión Europea¹, ésta lleva mucho tiempo tratando de remover los obstáculos legales y fiscales al mercado interior de servicios financieros en general y al funcionamiento eficiente del mercado de capitales en particular.

Por otro lado, la reciente crisis financiera

puso de manifiesto la extremada dependencia de la financiación empresarial, especialmente en el caso de la PYME, respecto de la situación de los bancos de la Eurozona, de modo que las dificultades sufridas por éstos durante la crisis, y su efecto restrictivo sobre el crédito concedido a las empresas, multiplicaron los efectos negativos de ésta.

A ello se añade la constatación fáctica de que los mercados de capitales en Estados Unidos desempeñan un papel mucho más relevante en la financiación empresarial de lo que lo hacen en Europa, donde el porcentaje de participación de los bancos en dicha financiación, especialmente en el caso de las PYMEs es realmente muy superior. Si bien esto es algo que se ha mitigado en alguna medida durante la crisis, no tanto por el desarrollo de los mercados de capitales (que no se ha producido) sino por la aparición de nuevos actores (las *fintechs* entre ellos) que han sido capaces de proporcionar distintos tipos de financiación (cuya importancia cuantitativa no debería exagerarse) compensando en alguna medida el momento de mayor dificultad en el acceso al crédito de familias y empresas, el mayor peso de la financiación bancaria en Europa continúa siendo una realidad.

¹ He formado parte de los grupos de trabajo sucesivamente organizados por la comisión europea con el nombre de »*Commission expert group on fiscal compliance issues*«, más conocido, como grupo «FISCO», y, posteriormente, el de »*EU clearing and settlement: fiscal compliance group*« con el objetivo común de identificar y remover los obstáculos fiscales a una mayor integración y el funcionamiento eficaz de los mercados de capitales en Europa.



La Unión del Mercado de Capitales se encuentra, pues, como iniciativa política, íntimamente ligada a la crisis, formando parte de un paquete de respuesta a la misma en el que también se integraba el llamado «Plan Juncker» comprendido por iniciativas de inversión que trataban de compensar las carencias de algunos de los Estados miembros, si bien algunas de las medidas propuestas tenían un origen anterior, conectándose a iniciativas de largo recorrido de la Comisión Europea que trataban de contribuir al desarrollo del mercado interior.

No se trataba, en rigor, de una iniciativa única, sino de un paquete en el que se encontraban comprendidos distintos elementos, todos ellos orientados a favorecer una mayor diversificación en las fuentes de financiación empresarial y, entre ellas, y sobre todo, el desarrollo de un auténtico mercado único de capitales en Europa. Así, entre los aspectos incluidos en esta iniciativa se encontraban cuestiones muy específicas, como la simplificación de los requisitos derivados de la directiva de folletos para la realización de emisiones de instrumentos financieros destinados a su negociación en los mercados de capitales cuando fueran emitidos por pequeñas y medianas empresas (en realidad, fundamentalmente por empresas de mediano tamaño y ciertas características que las hacían capaces de asumir la disciplina derivada de su participación en algún tipo de mercado de capitales), la modificación del régimen de las titulizaciones a fin de facilitar su reactivación tras la crisis, el tratamiento de las inversiones a largo plazo realizadas por inversores institucionales (y en particular entidades aseguradoras) en materia de infraestructuras y, en general, lo relacionado con el desarrollo de la innovación tecnológica en el ámbito de los servicios financieros y específicamente el impulso de las iniciativas «*fintech*».

Es importante matizar que, como fue poniéndose de manifiesto de forma cada vez más

clara, no se trataba de sustituir la financiación bancaria sino, más bien, de complementarla, diversificando las fuentes posibles de financiación para las empresas europeas. De este modo, terminó hablándose de la compatibilidad e incluso complementariedad entre dos iniciativas tan relevantes como la Unión del Mercado de Capitales a la que está dedicada este trabajo y la Unión Bancaria.

El desarrollo de la Unión del Mercado de Capitales fue, desde el comienzo, mucho más lento de lo que habría cabido esperar y, a pesar de que pudo culminarse alguna de las iniciativas contenidas en el plan inicial, como la modificación de la Directiva de folletos, otras se hicieron esperar más, en algunos casos por la dificultad de introducir modificaciones en el régimen jurídico de entidades financieras cuando éste venía en buena parte predeterminado por estándares globales como los derivados de los acuerdos en materia prudencial conocidos como «Basilea III» en sus sucesivos desarrollos.

Por ello, el balance que puede realizarse de la iniciativa no puede ser otro que calificarla de «éxito moderado» (por no decir seriamente limitado) y desde luego muy alejada de las expectativas iniciales.

Sin perjuicio de lo que seguidamente se dirá, al hablar sobre el Brexit en el apartado siguiente, no cabe duda de que una parte de los problemas que tuvo la iniciativa fue la escasa predisposición de los Estados a avanzar en la remoción de los obstáculos tantas veces identificados para el desarrollo de los mercados de capitales en Europa (muchos de ellos de índole fiscal) a los que ha venido a sumarse, tristemente, un conjunto de iniciativas nacionales de alcance diverso y que presentan el rasgo común de someter a tributación las transacciones en los mercados de capitales sin que exista una mínima armonización europea en la materia.

Tampoco los sectores implicados y las in-



fraestructuras concernidas han avanzado de forma sustancial y, de hecho, nuevamente con la influencia de lo que señalará respecto del Brexit en el apartado siguiente de este trabajo, las iniciativas que estaban produciéndose para la consolidación de los gestores de los principales mercados de capitales europeos se han visto paralizadas o directamente abandonadas.

2. EL BREXIT

La relación del Reino Unido con la Unión Europea ha sido siempre compleja. Gran Bretaña decidió inicialmente no participar en el proceso de integración europea, posteriormente cambió de opinión para ser rechazada por dos ocasiones, en 1963 y 1967 (por oposición francesa, en ambos casos, lo que suele recordarse en el Reino Unido como una auténtica humillación), para terminar accediendo finalmente en el año 1973 a través de la «*European Communities Act*» de 1972.

Desde el primer momento, la pertenencia a las Comunidades Europeas (luego Unión Europea) fue controvertida, como demuestra el hecho de que ya en el año 1975 hubiera de superarse un referéndum convocado para decidir acerca de la permanencia del Reino Unido en las Comunidades.

Tras un período de relativa calma, las tensiones volvieron a aparecer con el gobierno conservador de Margaret Thatcher, resueltas con una relevante concesión por parte europea: el reconocimiento del cheque británico, el derecho del Reino a recibir una compensación o reembolso anual como compensación a su menor utilización de las ayudas agrícolas europeas de la que sí se benefician (de forma importante) otros Estados europeos (sobre todo Francia).

Años después, el Reino Unido renunció a

participar en el mayor proyecto de reforzamiento de la Unión Europea como fue la creación del euro como moneda única.

Finalmente, y de nuevo con un gobierno conservador (lo que seguramente no es casual) se planteó la convocatoria de un referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea que fue efectivamente convocado por David Cameron el 20 de febrero de 2016 y tuvo lugar el 26 de junio de 2016.

En contra de previsiones más optimistas, el resultado final del referéndum fue que la mayoría de los votantes optó por abandonar la Unión Europea lo que, previa dimisión del primer ministro que había convocado el referéndum, dio lugar a la aprobación de la «*European Union (Withdrawal) Act*» de 2018, que, una vez sancionada por la Corona, se convirtió formalmente en Ley el 16 de marzo de 2018.

De acuerdo con estas decisiones, ese mismo mes, el Gobierno Británico procedió a realizar formalmente la «declaración del artículo 50 del Tratado» instrumentada en una carta de fecha 29 de marzo de 2017 firmada en la que se decía que «I (la nueva Primera Ministra británica, la señora May) *hereby notify the European Council in accordance with Article 50(2) of the Treaty on European Union of the United Kingdom's intention to withdraw from the European Union*». También se efectuaba la misma notificación en relación con la Comunidad Económica del Carbón y del Acero y de la Comunidad Europea de la Energía Atómica (EURATOM).

Aunque se ha hablado mucho de él en los últimos dos años, no parece ocioso recordar aquí que dicho artículo 50 del Tratado dispone, literalmente, lo siguiente:

«1. Todo Estado miembro podrá decidir, de conformidad con sus normas constitucionales, retirarse de la Unión.



2. El Estado miembro que decida retirarse notificará su intención al Consejo Europeo. A la luz de las orientaciones del Consejo Europeo, la Unión negociará y celebrará con ese Estado un acuerdo que establecerá la forma de su retirada, teniendo en cuenta el marco de sus relaciones futuras con la Unión. Este acuerdo se negociará con arreglo al apartado 3 del artículo 218 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. El Consejo lo celebrará en nombre de la Unión por mayoría cualificada, previa aprobación del Parlamento Europeo.

3. Los Tratados dejarán de aplicarse al Estado de que se trate a partir de la fecha de entrada en vigor del acuerdo de retirada o, en su defecto, a los dos años de la notificación a que se refiere el apartado 2, salvo si el Consejo Europeo, de acuerdo con dicho Estado, decide por unanimidad prorrogar dicho plazo.

4. A efectos de los apartados 2 y 3, el miembro del Consejo Europeo y del Consejo que represente al Estado miembro que se retire no participará ni en las deliberaciones ni en las decisiones del Consejo Europeo o del Consejo que le afecten. La mayoría cualificada se definirá de conformidad con la letra b) del apartado 3 del artículo 238 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

5. Si el Estado miembro que se ha retirado de la Unión solicita de nuevo la adhesión, su solicitud se someterá al procedimiento establecido en el artículo 49».

Están a punto de cumplirse dos años desde que el Reino Unido efectuó la declaración formal del artículo 50, evidenciando su voluntad de abandonar la Unión Europea.

Durante este tiempo, la Unión Europea y el Reino Unido han desarrollado una larga, compleja y dura negociación, concluida a finales del pasado año 2018 en un acuerdo político sobre las condiciones en que éste último ha-

bría de abandonar la Unión Europea, el marco de la futura relación entre ambas partes (amistosa, y de cooperación, como seguramente no podría ser de otro modo) y también, y no menos importante, la existencia de un periodo transitorio, orientado a facilitar el proceso tanto a las Administraciones Públicas, los operadores económicos y los ciudadanos.

La duración inicial del periodo transitorio estuvo prevista hasta el 31 de diciembre de 2020, dando así un tiempo vital a todas las partes implicadas para su adaptación al nuevo escenario, lo que constituía uno de los frutos prácticos más importantes del acuerdo alcanzado.

Al Acuerdo, aprobado en el Consejo Europeo del pasado 25 de noviembre de 2018, se añadió una relevante declaración política², de suerte que ambos documentos jurídicos deben ser interpretados conjuntamente.

El Acuerdo, sin embargo, había de ser final y formalmente ratificado por el Consejo y el Parlamento Europeo lo que, en principio, no parecía problemático, y también y sobre todo por el Parlamento Británico en una votación que, tras algún aplazamiento, tuvo lugar el pasado 15 de enero de 2019, resultando, como era previsible (aunque por una mayoría mucho mayor de la prevista), finalmente rechazado el Acuerdo.

Producida esta circunstancia, y habida cuenta del escaso tiempo disponible hasta el 29 de marzo de 2019, y la escasa (por no decir nula) predisposición de la Unión Europea para renegociar los términos del Acuerdos, los pasos potenciales eran:

– El gobierno británico dispuso de un reducido plazo de tres días para presentar un

² Los acuerdos se alcanzaron en una reunión extraordinaria del Consejo Europeo celebrada el 25 de noviembre de 2018. El texto del acuerdo fue publicado el 14 de noviembre de 2018 con la referencia TF50 (2018) 55- Commission to EU27.



plan alternativo al que fue rechazado por la Cámara.

– La posible utilización de lo dispuesto en el precitado artículo 50 del Tratado para prorrogar el plazo de salida del Reino Unido dando así a ambas partes un tiempo precioso para desbloquear la situación sin afectar adicionalmente a los operadores económicos y a los mercados.

– La eventual convocatoria de elecciones generales en el Reino Unido como paso posiblemente imprescindible para un cambio de postura radical respecto de la declaración del artículo 50.

– La posible celebración de un segundo referéndum (recientemente reclamada por el líder de la oposición laborista) que, de algún modo, pudiera alterar las líneas rojas en su momento fijadas permitiendo alguna forma de asociación del Reino Unido con la Unión Europea (como ocurre con los países del Espacio Económico Europeo y Noruega en particular) que resultara menos lesivo para ambas partes.

Obviamente, los escenarios resultantes cambian radicalmente en función de lo que ocurra pero, en todo caso, si la declaración del artículo 50 termina siendo efectiva en algún momento, aunque se retrase, ello implicará que el Reino Unido perderá entonces la condición de Estado miembro de la Unión Europea a partir del instante en que dicha declaración produzca sus efectos.

Esa situación es, en sí misma inexorable, y produce efectos relevantes para ambas partes, de modo que el Reino Unido dejará de participar en los órganos de decisión de la Unión Europea sin perjuicio de que, en el supuesto de optar por alguna de las modalidades más integradoras de acuerdo de asociación, pudiera mantener alguna capacidad de participación en las instituciones que habrán de establecer las futuras reglas (y su interpretación) que les serían finalmente aplicables.

Por ejemplo, si finalmente existiera, con las dificultades que fuese necesario superar para ello, un Acuerdo que permitiera aproximar al Reino Unido al estatus de las naciones que, como Noruega, mantienen una regulación razonablemente homogénea con la europea y, como consecuencia de ello, acceso al mercado interior, incluido el relevante pasaporte para la prestación de servicios financieros, esos efectos quedarían fuertemente atemperados.

Por supuesto, la prórroga de la efectividad de la declaración del artículo 50 permitiría al Reino Unido permanecer como miembro, a todos los efectos, de la Unión Europea, lo que no deja de presentar problemas prácticos (como por ejemplo la formación del nuevo Parlamento Europeo), del mismo modo que la existencia de un período transitorio a partir del momento en que dicha declaración fuera eficaz daría, a todas las partes concernidas, la oportunidad de un período de adaptación más previsible y gradual.

Ni que decir tiene que el peor escenario posible sería el de que la declaración del artículo 50 llegase finalmente a producir sus efectos sin que el Reino Unido tuviera ningún Acuerdo con la Unión Europea pues esto lo convertiría, sin más, en un Tercer Estado, y los efectos tendrían una enorme gravedad.

A pocas semanas del 29 de marzo, la posibilidad de un Brexit sin acuerdo se ha hecho aún mayor.

3. EL EFECTO DEL BREXIT SOBRE LA UNIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES

El Reino Unido es, sin duda, el mercado de capitales más importante de Europa y por supuesto de la Unión Europea.

Esto quiere decir que todos los problemas



diagnosticados respecto de la insuficiencia del desarrollo de los mercados de capitales en la Unión Europea se agravan considerablemente en el caso de que, finalmente, el Reino Unido llegase a abandonarla.

Obviamente, y como se ha señalado en el apartado anterior, no es lo mismo un escenario que otro. Tanto si el Reino Unido mantiene su condición de miembro de la Unión Europea como si termina por alcanzar un estatus equivalente al de los países comprendidos en el Espacio Económico Europeo y, por consiguiente, mantiene su acceso al mercado interior, su participación en la Unión del Mercado de Capitales no resultaría jurídicamente imposibilitada y la continuidad del Reino Unido en ésta, con todas las dificultades que han tratado de describirse en el primer apartado de este trabajo.

Sin embargo si, como todos esperamos que se pueda evitar pero no estamos convencidos de que pueda llegar a evitarse, en algún momento se produce la efectividad plena de la declaración del artículo 50, bien porque no ha existido ningún Acuerdo o porque, existiendo éste, se plantea en términos similares al adoptado en diciembre del año 2018, el Reino Unido no sólo llegaría a perder (previa la existencia de un período transitorio o sin ella) su condición de miembro de la Unión Europea sino que también perdería el acceso al mercado interior lo que le inhabilitaría para participar en la Unión del Mercado de Capitales.

Los efectos serían realmente importantes. Debe tenerse en cuenta que, como se ha dicho, el Reino Unido alberga uno de los mercados de capitales más relevantes a nivel global, que tienen un funcionamiento realmente eficaz y del que se ha venido beneficiando el conjunto de la Unión Europea.

Algunas cifras para dar una idea de la magnitud de esos efectos. A día de hoy, prácticamente el noventa por ciento de las transacciones de

derivados en euros son liquidadas en las *clearing houses* británicas, según cálculos del Gobierno británico³. El volumen de las transacciones diarias que se producen en esas infraestructuras asciende a unos mil billones de dólares.

¿Por qué razón se produciría la imposibilidad de mantener al Reino Unido como parte integrante de la Unión de Mercado de Capitales en Europa? La respuesta es compleja pero, en esencia, lo que las autoridades europeas, incluidas las del Banco Central Europeo, han venido afirmando es que la negociación de instrumentos financieros denominados en euros no debería producirse fuera del territorio de la Unión Europea. A fin de evitarlo, han planteado propuestas legislativas claramente encaminadas a lograr que esas infraestructuras se establecieran en algún lugar de la Unión Europea.⁴

³ El BIS considera que tres cuartos de todas las transacciones sobre derivados en euros realizadas en el año 2016 se realizaron en las infraestructuras del Reino Unido. De hecho, solamente una de ellas, la London Stock Exchange declaró haber realizado transacciones por un importe superior a los 900.000 millones de dólares en ese año.

⁴ De hecho, en su comunicación a los interesados (*stakeholders*) de 8 de febrero de 2018 (https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/post_trade_services_en_0.pdf) la Comisión Europea ha indicado lo siguiente: «As of the withdrawal date, derivatives traded on a UK regulated market will not fulfil the definition of Exchange traded derivatives (ETDs) under EU law. According to Article 2 (32) of MIFIR, ETDs are derivatives traded on an EU regulated market, or on a Third-country market considered to be equivalent. Thus, under EU law, as for the withdrawal date, ETDs traded on a UK regulated market will be over-the-counter (OTC) derivative contracts». También se dice que «OTC derivatives that are subject to the clearing obligation must be cleared by a central counterparty (CCP) which is authorized and established in a Member State of the EU or a CCP established in a third-country which is recognized by the... (ESMA) under Article 25 of EMIR to clear that class of OTC derivative. As of the withdrawal date, CCPs established in the United Kingdom will be third-country CCPs which would need to be recognized under EMIR before they could be used to fulfil the clearing obligation». La consecuencia fundamental de todo ello, continúa el propio documento, será que las contrapartes en la Unión Europea verán incrementados sus requerimientos de capital por las posiciones que tengan en derivados en las



Las soluciones propuestas a fin de evitar este desenlace iban en la línea de que las autoridades supervisoras de los mercados europeos y particularmente ESMA pudieran realizar actividades de supervisión respecto de aquellas infraestructuras de mercado británicas que pudieran tener un carácter sistémico respecto de los instrumentos derivados en euros y por su interrelación con instituciones europeas. Si ello fuera así, y dependiendo de que los acuerdos finalmente adoptados lo hicieran de algún modo posible, podría permitirse que esas infraestructuras continuaran utilizándose por las instituciones europeas.

Es importante matizar que no estamos hablando de que los instrumentos financieros emitidos por operadores económicos europeos pudieran llegar a negociarse en los mercados británicos (al igual que, como es notorio, sucede con muchos instrumentos en los Estados Unidos) sino de que pudieran beneficiarse de las ventajas de toda índole derivadas de la negociación en una entidad autorizada para operar con plenitud de efectos en la Unión Europea y bajo su régimen jurídico, lo que indiscutiblemente afectaría positivamente a la seguridad jurídica derivada de su utilización.

En las últimas semanas, y sin perjuicio de lo que se dirá finalmente respecto de algunas iniciativas que podemos calificar como «soluciones de contingencia» y en el marco de un contexto en el que trataba de facilitarse la aprobación del Acuerdo, parecían haberse producido avances que hacían pensar en que alguna forma de colaboración entre los supervisores de los mercados e instrumentos financieros y particularmente de los supervisores y autoridades británicas y ESMA podría hacer posible salvar, si quiera parcialmente, algunas de las iniciativas ligadas a la Unión del Merca-

do de Capitales y el mantenimiento del Reino Unido y de sus instituciones como parte de la misma.

No obstante, las dudas existentes sobre la existencia final de un Acuerdo y su alcance, genera la mayor de las incertidumbres.

Si este escenario llegara a producirse o, aun existiendo un Acuerdo que implicase que el Reino Unido pierde su acceso al mercado interior tras un eventual período transitorio, termina llegándose a una situación en la que, sin más, el Reino Unido queda equiparado a cualquier tercer Estado como Estados Unidos o Japón, no cabe duda de que la Unión del Mercado de Capitales quedaría afectada de muy distintas maneras:

En primer lugar, al perderse el mercado de capitales más relevante de Europa, la Unión del Mercado de Capitales «europea» quedaría debilitada cuantitativa y cualitativamente por definición. Sencillamente, las empresas europeas tendrían un acceso más complejo a un mercado en el que de otro modo hubieran podido acceder a un volumen de inversión y una tipología de inversores muy superior a la que tendrán disponible en el resto de la Unión Europea.

En segundo lugar, y aunque parezca contradictorio con lo anterior, los Estados miembros habrían de adoptar una actitud mucho más proactiva respecto de la iniciativa de la Unión del Mercado de Capitales puesto que la necesidad de robustecer esos mercados como fuente alternativa de financiación para las empresas europeas, sería, tras la salida del Reino Unido, mucho mayor que nunca.

En tercer lugar, y desde un punto de vista cualitativo no puede olvidarse que, por el relevante peso de «La City», el Reino Unido ha sido un impulsor decidido de la iniciativa de la Unión del Mercado de Capitales (no por casualidad, de nuevo, el Comisario que planteó la propuesta en primer lugar era británico) y

clearing houses del Reino Unido, lo que claramente desincentivaría su utilización.



de cuantas normas y medidas han tratado de mejorar y hacer más eficiente el mercado de capitales en la Unión Europea.

¿Tendrán otros Estados en el futuro el peso y la voluntad políticos (y, no en menor medida, los conocimientos técnicos) para realizar una contribución similar? Resulta cuando menos dudoso.

Uno de los primeros indicadores de esta actitud ha sido la tibia respuesta que se ha dado por parte de los Estados miembros y sus propios supervisores nacionales al reforzamiento de las potestades de la Autoridad Europea de los Mercados y los Instrumentos Financieros (ESMA) propuesto por la Comisión Europea.

No vivimos tiempos proclives a la europeización y a la cesión adicional de competencias a la Unión Europea pero si queremos que Europa sea un actor relevante en la economía y los mercados financieros globales tenemos que avanzar en el camino de la integración y la cooperación, sea a través de un fortalecimiento competencial de las autoridades europeas o de la potenciación de los instrumentos de coordinación y cooperación entre las autoridades de los Estados miembros.

Si la regulación no está suficiente armonizada y los supervisores no actúan con criterios homogéneos no parece fácil avanzar en el camino de la integración y en todo caso no será fácil avanzar en el camino de la consecución de una auténtica unión del mercado de capitales en Europa de forma que una empresa europea, dondequiera que se encuentre su sede, pueda encontrar en el (o los) mercado de capitales europeo una alternativa eficiente para su financiación a largo plazo, que complete y complemente las posibilidades que le brinda el sector bancario tradicional y sus nuevos competidores tecnológicos, pero que pueda ser en alguna medida comparable a la que disfrutaban otros proveedores de bienes y servicios en un mundo cada vez más global.

4. «TRABAJOS PALIATIVOS A NIVEL NACIONAL»

Algunas semanas antes de que se alcanzase el borrador de Acuerdo entre el Reino Unido y la Unión Europea al que ha venido haciéndose referencia, se produjo una manifestación pública relevante realizada por la Vicepresidencia del supervisor bancario alemán (BaFin) en el sentido de que se estaban produciendo conversaciones bilaterales con el supervisor británico con el objetivo de asegurar «una transición lo más suave posible»⁵ en relación con el Brexit, para el caso de no alcanzarse un Acuerdo a nivel europeo, en lo que constituiría la primera interacción bilateral entre dos Estados en el ámbito de los servicios financieros desde que comenzaron las conversaciones entre la Unión Europea y el Reino Unido a propósito del Brexit.

Si este movimiento abría o no la posibilidad de que existan acuerdos bilaterales es aún pronto para decirlo pero, a primer, y en aquel primer momento, no parecía fácilmente conciliable con el principio de unidad mantenido por la Unión Europea en la negociación, el marco jurídico vigente en la regulación de servicios financieros en la Unión Europea y con los principios adoptados por la Unión como marco de la negociación.

Con posterioridad a dichas declaraciones, el Gobierno alemán ha aprobado un proyecto de ley que ya se ha remitido a su Parlamento,

⁵ La declaración, recogida por Reuters el pasado 22 de octubre de 2018 (<https://www.reuters.com/article/britain-eu-bafin/German.watchdog-eyes-backstop-bilateral-ties-with-uk-ahead-of-brexit-idUSL8N1X22UK>), páginas 1 y 2. En la noticia se afirmaba, aunque no se entrecorrelaba esta declaración a diferencia de la que se ha incluido como cita en el texto, que BaFin había afirmado el lunes de esa semana que «negociaría sus propios vínculos regulatorios para evitar una disrupción en los mercados si el Reino Unido y la Unión Europea no eran capaces de alcanzar acuerdos más amplios antes del Brexit».



en el que se establecen las bases de la futura relación con el Reino Unido en el ámbito de los servicios financieros para el caso de que no existiera un acuerdo. En este proyecto de ley se establece un régimen transitorio «nacional» (en contraposición al resultante del acuerdo europeo) para las entidades británicas que desarrollan actividades financieras en Alemania.

Otros Estados, entre ellos España, podrían realizar un movimiento análogo en las próximas semanas al objeto de reducir la incertidumbre que sufren las entidades financieras (bancarias y aseguradoras, fundamentalmente) afectadas por el Brexit en un contexto de falta de Acuerdo entre el Reino Unido y la Unión Europea. De hecho, el reciente Real Decreto-ley 5/2019, de 1 de marzo, por el que se adoptan medidas de contingencia ante la retirada del Reino Unido e Irlanda del Norte de la Unión Europea sin que se haya alcanzado el acuerdo previsto en el artículo 50 del Tratado de la Unión Europea dedica un precepto al tema de la continuidad contractual.

Es importante destacar que estas iniciativas deben interpretarse como parte de lo que la Comisión Europea ha denominado acciones preparatorias que deben realizarse por parte de los ciudadanos, las empresas y los Estados miembros. Respecto de estos últimos, la Comisión ha dado dos mensajes relevantes en la Comunicación dirigida al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo, al Comité de las Regiones y al Banco Europeo de Inversiones sobre la «preparación de la retirada del Reino Unido de la Unión Europea el 30 de marzo de 2019: plan de acción de contingencia»⁶.

El primero es el de que «los Estados miembros, incluidas las autoridades nacionales, des-

empeñarán un papel fundamental en la aplicación y el cumplimiento de la legislación de la UE en relación con el Reino Unido como tercer país...»

El segundo, no menos importante que el anterior, es el de que «la Comisión está trabajando con los Estados miembros a fin de coordinar las medidas que adopten con el fin de garantizar que los preparativos de contingencia sean coherentes dentro de la Unión Europea y conformes a los principios generales que se presentan a continuación (en el mismo documento)...» Pero que, en todo caso, «los Estados miembros deben abstenerse de entablar debates y celebrar acuerdos bilaterales con el Reino Unido, que irían en detrimento de la unidad de la UE». Tal y como señala el documento, refiriéndose específicamente a los servicios financieros, «se anima a las Autoridades Europeas de Supervisión a que empiecen a preparar acuerdos de cooperación con los supervisores del Reino Unido a fin de garantizar que sea posible el intercambio de información relacionada con las entidades y los agentes financieros inmediatamente después de la fecha de retirada en el caso de que no haya acuerdo».

Estos trabajos «paliativos» o «de contingencia» han tenido también que ver con algunos aspectos relacionados con las infraestructuras de mercados.

Concretamente, los proyectos legislativos a los que estamos haciendo referencia y singularmente el alemán, han tratado de ofrecer alguna seguridad jurídica a los operadores al establecer un «escenario de continuidad», al menos transitorio de modo que, aunque no llegase a existir un acuerdo entre el Reino Unido y la Unión Europea, los servicios financieros que los operadores británicos venían prestando con anterioridad a sus contrapartes europeas, aún en el caso de que no hubieran llegado a conseguir una licencia europea en

⁶ Estrasburgo, 13.11.2018. COM (2018) 880 final, página 4.



la fecha final de efectos de la declaración del artículo 50.

El documento sobre planes de contingencia europea que se ha citado anteriormente⁷ también incluye otra referencia tranquilizadora al afirmar que «los contratos de derivados extrabursátiles no compensados entre entidades de contrapartida de la UE y del Reino Unido seguirán siendo, en principio, válidos y ejecutables hasta su vencimiento».

Respecto de los derivados compensados, el documento anuncia que «si no se llega a un acuerdo, la Comisión adoptará decisiones de equivalencia temporales y condicionales con el fin de garantizar que no se produzca ninguna interrupción en la compensación centralizada y en los servicios de depositarios. Estas decisiones se complementarán con el reconocimiento de las infraestructuras establecidas en el Reino Unido, a las que se anima, por tanto, a que soliciten anticipadamente el reconocimiento a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM)». Es aquí donde el llamamiento del documento a las autoridades europeas de supervisión para que alcancen acuerdos de cooperación con los supervisores del Reino Unido que se ha citado anteriormente⁸ encuentra todo su sentido.

5. CONCLUSIONES

La declaración formal del artículo 50 del Tratado realizada por el Reino Unido el pasado día 29 de marzo de 2017 es, sin duda, uno de los momentos más graves en la historia de la Unión Europea.

Al tiempo de terminarse estas páginas, es todavía incierto hasta qué punto llegarán las

consecuencias prácticas de esa decisión y si finalmente podrá alcanzarse un Acuerdo entre la Unión Europea y el Reino Unido que gobierne las condiciones de separación, el futuro de la relación entre ambas partes y la eventual existencia de un período transitorio.

Tampoco sabemos si, caso de que llegue a existir un Acuerdo, éste puede sobrepasar alguna de las líneas rojas inicialmente marcadas por el Reino Unido (las de la Unión Europea parece más complejas de sobrepasar) de modo que la forma futura de Asociación entre ambas partes atempere los efectos de la declaración, especialmente si el Reino Unido se aproxima a los Estados que, como Noruega, han hecho fuertes concesiones a fin de acceder al mercado interior.

Salvo que el Reino Unido mantuviera su condición de miembro de pleno derecho de la Unión Europea (lo que a día de hoy no parece demasiado probable) o que, a través de algún tipo de acuerdo de asociación lograra una situación de cierta equivalencia jurídica (aunque nunca tendría un nivel de participación e influencia equiparable a la actual sobre las instituciones europeas), el efecto de todo lo anterior sobre la Unión del Mercado de Capitales puede llegar a ser muy importante.

En primer lugar porque el Reino Unido es hoy por hoy una de las principales plazas financieras del mundo y, desde luego, alberga el principal mercado de capitales de la Unión Europea por lo que todas las debilidades que muestra el mercado de capitales en Europea se verían fuertemente incrementadas si el Reino Unido quedara finalmente excluido.

Los Estados miembros de la Unión Europea, a la vista de lo anterior, deberían reforzar su apuesta por la iniciativa de la Unión del Mercado de Capitales, removiendo los obstáculos de toda índole que siguen existiendo a su desarrollo a fin de permitir a las empresas acceder a los mercados en condiciones que

⁷ Vid nota 11, página 8

⁸ Vid nota 15



podrían considerarse competitivas a nivel global, lo que en todo caso no parece fácil.

Por último, si todo lo anterior resulta cierto, perderemos a un socio que ha sido una notable fuerza impulsora de la idea de la Unión del Mercado de Capitales y del fortalecimiento y la integración de los mercados europeos de capitales, lo que implica no sólo cuestiones de regulación relacionadas con el puro funcionamiento de esos mercados sino otros no menos relevantes como el uso de la innovación tecnológica o el papel de las *fintechs*, ciertamente más avanzadas en el Reino Unido que en otras latitudes.

No puedo afirmar, porque no tendría fundamento, que la Unión del Mercado de Capitales quede herida de muerte en el caso de un Brexit «duro» o por la situación resultante al final del período transitorio fijado en el Acuerdo en principio alcanzado por las autoridades europeas y el Reino Unido pero, tanto en términos cuantitativos como cualitativos, perdemos una pieza fundamental de ese mercado sin la que seguramente ya nada será lo mismo. En todo caso, la alternativa (un fortalecimiento de la Unión del Mercado de Capitales en la forma de un impulso político de las distintas

iniciativas que la conforman) requeriría un compromiso político que no sé si las instituciones europeas y los Estados miembros, especialmente tras el posible resultado de las elecciones que habrán de celebrarse en este año, estarán en condiciones de realizar, al menos colectivamente.

En este sentido, el debate que se ha producido respecto del posible fortalecimiento de las competencias de ESMA, sin perjuicio de reconocer que tal vez no es la única ni la mejor vía para avanzar hacia la Unión del Mercado de Capitales, no deja de sembrar dudas, en ausencia de otras alternativas de similar voluntad integradora, sobre la auténtica disposición de los Estados en relación a la creación de esa Unión.

Sería importante que, al menos en el mundo de los servicios financieros y los mercados de capital, cada vez más globales, seamos conscientes de que la única oportunidad de competir de los europeos pasa por una mayor integración y cooperación y no, como parecen pretender algunas corrientes políticas en boga, por una renacionalización de las posturas y las instituciones. No es esto, ciertamente, no es esto.



PAPELES DE LA FUNDACIÓN

- Nº 1 Estudio para la mejora del Gobierno Corporativo, la Transparencia Informativa y los Conflictos de Interés.
- Nº 2 Guía de Principios de Buen Gobierno Corporativo, Transparencia Informativa y los Conflictos de Interés en las Sociedades Cotizadas.
- Nº 3 Estudio sobre los efectos de la aplicación de las Normas Contables del IASB a los sectores cotizados de la Bolsa Española.
- Nº 4 Buen Gobierno, Transparencia y Ética en el sector público.
- Nº 5 Estudio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2 vols.):
 - Resumen del estudio en Español.
 - Resumen del estudio en Inglés.
- Nº 6 Guía de Buenas Prácticas para el desarrollo de la Junta General de accionistas de Sociedades Cotizadas.
- Nº 7 Observatorio de Gobierno Corporativo de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2003.
- Nº 8 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades del Ibex-35 de la Bolsa Española IEI-FEF.
- Nº 9 Pensiones y Ahorro a largo plazo: un viejo problema en busca de nuevas soluciones.
- Nº 10 El ciclo del Capital Riesgo en Europa: su gestión y aportación de valor.
- Nº 11 España y las nuevas Perspectivas Financieras de la Unión Europea 2007-2013: Nuevos condicionantes, nuevos objetivos, nuevas estrategias.
- Nº 12 Diversidad de Género en los Consejos de Administración de las Sociedades Cotizadas y Cajas de Ahorros españolas.
- Nº 13 España y la nueva arquitectura económica y financiera internacional. El desafío del G-8.
- Nº 14 Observatorio de Gobierno Corporativo de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2004.
- Nº 15 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades de la Bolsa Española IEI-FEF.
- Nº 16 La Responsabilidad Corporativa: una propuesta para un entorno empresarial más eficiente y socialmente comprometido.
- Nº 17 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2006).
- Nº 18 Las Cajas de Ahorros: Modelo de Negocio, Estructura de la Propiedad y su Gobierno Corporativo.
- Nº 19 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2006.
- Nº 20 Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional (2007).
- Nº 21 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2007).
- Nº 22 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2007.
- Nº 23 El Papel de las Instituciones Públicas en las Operaciones de Control Corporativo Nacionales y Transnacionales.



- Nº 24 Instrumentos Financieros para la Jubilación.
- Nº 25 Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional (2008).
- Nº 26 La Filantropía: tendencias y perspectivas. Homenaje a Rodrigo Uría Meruéndano.
- Nº 27 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2008).
- Nº 28 El sistema bancario español ante el nuevo entorno financiero.
- Nº 29 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2008.
- Nº 30 Situación actual y perspectivas de las Instituciones de Inversión Colectiva.
- Nº 31 Observatorio de la Economía Internacional (2009).
- Nº 32 Observatorio de Gobierno Corporativo (2009).
- Nº 33 La Ley Concursal y su aplicación.
- Nº 34 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2009).
- Nº 35 Estudio sobre el Sector Asegurador en España.
- Nº 36 Nuevos Enfoques para Viejos Riesgos Financieros.
- Nº 37 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2010).
- Nº 38 Estudio sobre el Sector Asegurador en España, 2010. Los pilares cualitativos de Solvencia II.
- Nº 39 El Ahorro Familiar en España.
- Nº 40 Observatorio de Gobierno Corporativo (2010).
- Nº 41 Los Nuevos Mercados Energéticos.
- Nº 42 Mecanismos de prevención y Gestión de futuras crisis bancarias.
- Nº 43 Las Economías emergentes y el reequilibrio global: retos y oportunidades para España.
- Nº 44 La crisis en Europa: ¿un problema de deuda soberana o una crisis del Euro?
- Nº 45 Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación.
- Nº 46 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2012).
- Nº 47 Desapalancamiento y crecimiento en España.
- Nº 48 El Sector Asegurador ante las transformaciones del Estado de bienestar.
- Nº 49 La arquitectura Institucional de la refundación del euro.
- Nº 50 España: crecer en la nueva economía global,
- Nº 51 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2013).
- Nº 52 Nuevos desafíos del sector financiero: recuperando la confianza y mejorando la cultura financiera.
- Nº 53 La regulación Financiera: ¿Solución o problema?
- Nº 54 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2015).
- Nº 55 Acabar con el paro, ¿queremos?, ¿podemos? Una propuesta analítica sobre la ocupación y el empleo en España.
- Nº 56 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2016).
- Nº 57 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2017).
- Nº 58 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2018).



ENTIDADES PATRONO
de la Fundación de Estudios Financieros

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



c/ Basílica, 15-17, 1ª planta - 28020 MADRID
Tel.: 91 563 19 72 - Fax: 91 563 25 75
www.ieaf.es / www.fef.es

ISBN: 978-84-697-9228-5



P.V.P. 35 € (IVA INCLUIDO)