



OPORTUNIDADES DEL POST-TRADING EN UN CONTEXTO SOSTENIBLE Y DIGITAL - VIII JORNADA DE SECURITIES SERVICES

MONTSERRAT MARTÍNEZ PARERA, VICEPRESIDENTA DE LA CNMV
24 de febrero de 2022

Buenos días a todos.

Es para mí un placer poder participar en la apertura de estas jornadas de *Securities Services* y hacerlo tan bien acompañada. Quiero, en primer lugar, agradecer a José María Méndez, Director General de Cecabank, por su invitación, y a Antonio Romero, Director Corporativo de la entidad, por su presentación; también a El Español y a Invertia, aquí representada por su subdirector Arturo Criado, por la organización del acto.

Estas son unas jornadas que se han convertido ya en una referencia para el sector, y que ofrecen un marco único para reflexionar sobre los cambios que impactan en el negocio de la operativa de *post-trading* en los mercados de valores. La CNMV ha participado tradicionalmente en casi todas las ediciones anteriores y espero que podamos seguir haciéndolo en el futuro.

La jornada de este año tiene además una agenda muy interesante, que abarca temas tan diversos como la sostenibilidad y la tecnología. Y es que el concepto de *post-trading* engloba a un elevado número de actividades, que son las que hacen posible que las operaciones de compra y venta de activos financieros sean ejecutadas, compensadas, liquidadas y custodiadas, hasta que se formaliza el cambio de titularidad de estos. Son, por tanto, actividades esenciales para completar las operaciones.

Hoy quiero aprovechar estos minutos para compartir unas reflexiones sobre dos tendencias que están cambiando la estructura del mercado de las cámaras de contrapartida central, o que podrían cambiarla en un futuro próximo.

La primera de ellas tiene relación con los efectos del *brexít* y con el nuevo equilibrio entre las cámaras de compensación de la Unión Europea y las del Reino Unido. La segunda hace referencia a cómo las nuevas tecnologías, y en particular me referiré a la tecnología de registros distribuidos o DLT, pueden cambiar el sector. Y no quiero terminar sin hacer una breve mención a la función de depositaria o custodia y las dinámicas que estamos observando en el sector.

I. Nuevo equilibrio entre CCPs RU – Unión Europea

El pasado 8 de febrero, la Comisión Europea decidió ampliar la equivalencia de las cámaras de contrapartida central del Reino Unido hasta el 30 de junio de 2025. Esto significa que las empresas europeas (y españolas) podrán seguir compensando de forma equivalente en las cámaras del Reino Unido durante tres años más.

Esta decisión de la Comisión responde a un doble objetivo: por una parte, evitar disrupciones a corto plazo en los servicios que ya se venían prestando. Pero, por otra, la que en mi opinión es más relevante, se quiere dar tiempo a las cámaras de la Unión Europea para que resulten más atractivas y poder reducir así la dependencia actual por parte de las empresas europeas de las CCPs de terceros países, como las de RU.

Para lograr este objetivo último, el de favorecer el uso de las CCPs europeas, la Comisión se ha comprometido a proponer un conjunto de medidas destinadas a hacer que las cámaras europeas sean más eficientes, a fomentar su liquidez, mejorar la gestión de sus riesgos y reforzar su supervisión. Y, para concretar estas medidas, ha puesto en marcha una consulta pública y un *call for evidence* con las que espera recabar datos y la opinión del sector.

Aprovecho este foro para animarles a que participen en esta consulta. Las medidas sobre las que la Comisión ha solicitado opinión podrían tener un gran impacto sobre la operativa diaria de muchos de los participantes en los mercados, europeos y españoles, pues afectarán a las cámaras, a los bancos y a las empresas de servicios de inversión, así como a los miembros compensadores, a los proveedores de liquidez en los mercados y, finalmente, a los clientes de estas entidades.

Permítanme que comparta algunas reflexiones al respecto.

En la CNMV consideramos justificado el interés de las instituciones de la Unión por reducir la dependencia de nuestras empresas de las entidades de contrapartida central británicas. Tras la salida del Reino Unido, los volúmenes compensados y, en general, la negociación de derivados OTC en la UE se ha resentido de manera notable. Y promover un marco que dote de mayor liquidez y eficiencia a estas actividades en la Unión es, sin duda, positivo, mejoraría la estabilidad financiera y reduciría el riesgo sistémico.

Estamos, por tanto, de acuerdo con el objetivo final perseguido. La cuestión que me parece más relevante es dilucidar cuál es la mejor forma para llegar a él. Sobre todo, porque algunas de las medidas propuestas por la Comisión pueden generar incertidumbres.

Aquí, si me permiten la simplificación, la cuestión es si para incentivar este trasvase de operaciones utilizamos la estrategia del palo o de la zanahoria. Esto es, si nos centramos en medidas que penalicen el uso de las cámaras de Reino Unido o si nos centramos en buscar

medidas que mejoren la competitividad de las cámaras europeas. En mi opinión, ya les avanzo que las segundas, las de los incentivos, son las que nos gustan más.

El problema es que algunas de las medidas que propone la Comisión pueden traer consigo un incremento significativo de los costes para las instituciones europeas por usar cámaras de terceros países, sin que este incremento de costes incentive necesariamente un mayor uso de las cámaras de la UE.

Me refiero a medidas como las de aumentar el capital regulatorio o la incorporación de un colchón macroprudencial, entre otras. Estas medidas, si bien pueden tener una justificación clara en términos de estabilidad financiera o de gestión de riesgos, deben calibrarse adecuadamente, pues pueden llegar a tener un impacto relevante sobre los costes de los bancos y ESIS de la Unión Europea, en tanto estos no dispongan de alternativas para el *clearing* en la Unión que ofrezcan una liquidez equiparable a la de las cámaras británicas.

Sin embargo, hay otras iniciativas, las de los incentivos, que consideramos más alineadas con el objetivo de lograr una mayor actividad de compensación en la Unión Europea. Por citar algunas: ampliar el ámbito de aplicación de las obligaciones de compensación centralizada, facilitar que las cámaras de contrapartida puedan interoperar entre sí con mayor libertad, o cualquier otra medida destinada a mejorar la eficiencia.

En definitiva, el objetivo es que las cámaras de la Unión puedan competir en igualdad de oportunidades con las del Reino Unido y Estados Unidos, dado que los mercados de derivados OTC y los servicios de compensación asociados a éstos tienen una dimensión global.

Creemos, por tanto, que conviene reflexionar, conjuntamente con el sector, sobre estas medidas que se proponen en la consulta de la CE y concretar cuáles son las medidas que pueden ser más adecuadas.

II. Avance de las nuevas tecnologías: DLT pilot regime

El segundo tema que quiero comentar hoy hace referencia al avance de las nuevas tecnologías. Y, en particular, quiero detenerme en el potencial impacto de la tecnología de registros distribuidos en el ámbito de la post-contratación. Hay muchas tecnologías que afectan al *post-trading*, pero creo que la de registros distribuidos, o DLT, es una de las que merece especial atención, dadas las implicaciones que tiene, o mejor dicho, puede llegar a tener, en términos de estructura del mercado.

El registro distribuido puede aportar grandes beneficios. Por decirlo de una manera sencilla, esta innovación puede permitir, en la práctica, que la compraventa de un instrumento financiero, emitido bajo esta tecnología, y su liquidación se puedan llevar a cabo de forma simultánea. Esto es, el DLT elimina la necesidad de la compensación, en la medida que esta

compensación está imbuida en la propia tecnología por la que las transacciones son validadas.

Esto, refuerza la innovación y la competitividad del sector pero, además, bien implementado, puede suponer una reducción de riesgos y costes. Ahora bien, también puede comportar riesgos nuevos que hay que analizar con cautela. Como saben, esta tecnología ya está siendo clave en el desarrollo de los criptoactivos, y es la que se emplea ampliamente en las monedas digitales y otros activos digitales.

Aquí es importante diferenciar entre los criptoactivos que no son instrumentos financieros, y no están regulados, lo estarán en un futuro sobre la base del Reglamento europeo MiCA, y aquellos criptoactivos o activos digitales, *security tokens*, que sí tienen naturaleza de instrumentos financieros porque comparten características similares a las de un instrumento de deuda o de renta variable.

La cuestión es que la regulación actual vigente en Europa y en España sobre las infraestructuras de mercado actúa como una barrera regulatoria que restringe en la práctica el uso de la tecnología DLT para los activos digitales. Así, el marco actual sigue el ciclo de una transacción sobre la base del negociación, compensación y liquidación, y requiere la presencia de intermediarios del mercado y de infraestructuras que controlan estos procesos. Todo esto no encaja bien con las características propias de la tecnología DLT y dificulta significativamente la posibilidad de negociación de instrumentos financieros basados en DLT en los mercados secundarios regulados de la UE.

Estas limitaciones se traducen, en la práctica, en la no existencia de infraestructuras de este tipo que negocien activos financieros emitidos con esta tecnología. Por ello, si bien pueden intuirse los beneficios potenciales de esta tecnología, resulta difícil realizar una evaluación adecuada de los mismos.

Pues bien, para solventar este problema, la Comisión Europea ha propuesto un régimen piloto sobre infraestructuras de mercado basadas en tecnología DLT. Para ello, está previsto establecer un régimen de exenciones regulatorias que permitirá su funcionamiento, durante un periodo inicial, y que, en función de los beneficios observados, sirva para establecer un marco regulatorio definitivo.

Entre estas exenciones destacan algunas de gran calado, como la posibilidad de operar directamente con inversores, sin la intervención de intermediarios financieros; o la de no llevar el registro de los valores mediante un sistema de anotaciones en cuenta.

Este régimen piloto permitirá ver cómo una misma infraestructura realiza las funciones de negociación, compensación, liquidación y registro, que tradicionalmente se han encontrado separadas, de forma cohesionada (los denominados *DLT Trading and Settlement Systems*).

Los resultados de estas pruebas requieren tiempo. El funcionamiento de este régimen se evaluará después de tres años desde su puesta en marcha y no será hasta el sexto año de su funcionamiento cuando se adopten las decisiones regulatorias que correspondan.

Pero no cabe duda de que es un avance importante. Desde la CNMV valoramos de forma muy positiva esta iniciativa, que puede situar a Europa en una posición relevante en este ámbito. ESMA publicó hace un mes una consulta sobre cómo implementar en la práctica este régimen piloto. Y nosotros estamos trabajando activamente con el sector a través de nuestro portal Fintech para aquellos que estén interesados.

Confiamos en que en España podamos disponer de infraestructuras relevantes autorizadas dentro de este régimen piloto, que con toda probabilidad será ya una realidad a principios del año que viene.

III. Función de depositaria/custodia, su importancia y dinámicas relevantes en el mercado.

Para terminar, no puedo participar en estas jornadas sin destacar la actividad de depositaria y custodia en España. Esta es una parte esencial de la operativa en los mercados, en ocasiones menos visible, pero no menos importante para asegurar la protección del inversor. A finales de 2021, la industria de depositaria de fondos y sociedades de inversión custodiaba activos por valor de 367 mil millones de euros, cuya titularidad corresponde a más de 16 millones de inversores.

Es, además, una industria que ha funcionado históricamente bien. De hecho, en la labor de supervisión de la CNMV, nunca se han detectado incidencias relevantes en la custodia de los valores. Lo que sí observamos en el sector son dos claras tendencias.

En primer lugar, una creciente especialización de la función. Actualmente, casi un 75% del patrimonio está depositado en entidades que son ajenos al grupo que gestiona los activos (frente al 15% en 2007).

En segundo lugar, observamos también una concentración creciente de la actividad en pocas entidades. En la actualidad hay solo 21 depositarios activos, frente a los 76 de hace quince años. Además, los tres mayores depositarios acumulan una cuota del 75%.

No cabe duda de que las inversiones en tecnología y el aprovechamiento de economías de escala son factores que han impulsado esta creciente especialización de la función de depositaria.

Desde el punto de vista del supervisor, la especialización de la actividad tiene también sus ventajas, en la medida que puede redundar en controles más eficaces y reducir situaciones de conflictos de interés. A tal efecto, en la CNMV hemos publicado dos documentos de Preguntas y Respuestas sobre el proceso de designación de depositario.

Esta concentración, en todo caso, implica también algunos riesgos potenciales que deben gestionarse, en la medida que eventuales incidencias en los participantes pudieran tener un mayor riesgo sistémico. Aspectos especialmente relevantes, por ejemplo, ante el riesgo de ciberseguridad.

IV. Reflexiones finales

Y termino. El sector en España de la actividad de *post-trading* goza de buena salud y entre todos, debemos seguir trabajando para que este sea capaz de adaptarse a los nuevos desafíos.

El desarrollo de nuevas tecnologías junto con las iniciativas regulatorias en marcha a nivel europeo que he mencionado, además de otras como el Reglamento DORA para la resiliencia operativa digital, configurarán un sector distinto en los próximos años.

Estoy convencida de que el sector español sabrá adaptarse con eficiencia y seguirá contribuyendo al desarrollo de nuestros mercados y asegurando la confianza del inversor en su funcionamiento.

Gracias de nuevo por su invitación.