



X Jornada Securities Services Cecabank-Expansión

RODRIGO BUENAVENTURA, PRESIDENTE DE LA CNMV
5 de marzo de 2024

Buenos días.

Permítanme en primer lugar agradecer a Cecabank y a Expansión su invitación a abrir esta X Jornada de Securities Services.

La jornada de este año tiene una agenda interesante en la medida en que se pivota sobre tres elementos: el impacto de la inteligencia artificial y los desarrollos tecnológicos, las mejoras en la infraestructura de mercado y el nuevo marco regulatorio para la industria de cripto activos.

Más allá de esos tres ámbitos sobre los que girará esta jornada, quería referirme especialmente a dos elementos que también centrarán la atención y el debate en esta industria: el acortamiento del ciclo de liquidación y en menor medida la llegada del régimen piloto DLT.

Pero antes no puedo resistirme a hacer una reflexión, casi en clave personal, sobre el desarrollo regulatorio en torno a la post-contratación, que para mí comenzó en 2007.

Cuando me nombraron director de mercados secundarios de la CNMV en 2007, recuerdo que pregunté al responsable de la Subdirección que llevaba post-contratación (Íñigo de la Lastra) que me recomendase qué normativa y qué publicaciones podía leer para ir conociendo mejor el ámbito de la compensación, la liquidación y el registro. Recuerdo que me dio una copia del RD de anotaciones en cuenta, un par de artículos de abogados mercantilistas sobre los títulos valores y la directiva de firmeza en la liquidación. Eso era básicamente, el manual del regulador en 2007.

Desde entonces, tuve la suerte de estar involucrado en las principales reformas del sector, tanto desde la CNMV como desde ESMA: la reforma que promovimos desde la CNMV en 2007, con la eliminación de la RR, el reglamento EMIR, el reglamento CSDR, la llegada de T2S, las negociaciones de equivalencia de CCPs entre la UE y USA, la segunda reforma que impulsamos desde CNMV, con la eliminación del PTI, EMIR 2.0, EMIR 3.0, el uso de avales en las CCPs de commodities, las cuentas activas...

El mundo de la post-contratación no tiene el glamour que la prensa o la opinión pública asigna al mundo del trading, pero la post-contratación ha atraído más reformas y atención regulatoria que ningún otro elemento del sistema financiero europeo en la última década. Y es tan importante o más que el mundo del trading para la seguridad y la competitividad de los mercados de valores. Por ello, aunque quienes nos hemos dedicado al post-trading hemos tenido problemas para explicar a nuestros familiares a qué nos dedicamos exactamente, creo que la sociedad debe reconocer la contribución de este sector a la seguridad y la eficiencia de los mercados financieros.

Vuelvo a los dos temas que mencionaba al principio. El primero de ellos es el acortamiento del ciclo de liquidación - conocido como T+1 - desde que Estados Unidos decidiera, en febrero de 2023, adoptar este horizonte de liquidación que empezará a ser aplicado a finales de mayo de este año junto con Canadá y México.

El cambio adoptado por las jurisdicciones norteamericanas ha tenido como consecuencia inmediata la apertura del debate sobre el rumbo a tomar en la Unión Europea y el que finalmente se fije influirá en gran medida en la posición competitiva de los mercados europeos en un futuro cercano.

El análisis que debe soportar la decisión de los organismos europeos ha encontrado asiento legal en la reciente reforma del reglamento de depositarios centrales, CSDR Refit. En este reglamento se encarga a ESMA, en colaboración con el ESCB, que entregue en enero de 2025 un primer informe al Consejo y el Parlamento Europeo sobre la conveniencia de adoptar un ciclo de liquidación más corto, sus costes y beneficios y la posible hoja de ruta a seguir para su implantación.

Por ello, en octubre de 2023, ESMA lanzó un *call for evidence* con el fin de formar su opinión en aspectos clave como los impactos que tendría el cambio, los costes y beneficios de hacerlo, el camino para implementarlo y los efectos en la industria europea de las decisiones ya tomadas por otras jurisdicciones. Esta era una consulta especialmente importante, porque puede influir muy significativamente en lo que acabe haciéndose. Y siento decir que, aunque se dieron más de dos meses para responder, el grado de respuesta desde el sector español ha sido muy reducido: menos de un 5% de las respuestas venían de España: de las 62 respuestas públicas sólo 2 son españolas (incluyendo la del grupo SIX). Soy consciente de que algunas entidades habrán respondido vía asociaciones europeas. Pero si miran ustedes las respuestas, se puede ver muy claramente que la presencia española es muy inferior a la importancia de nuestro mercado. Tenemos que tener claro que, si no se opina a tiempo, no vale luego lamentarse a posteriori.

La información recibida a través de todas estas iniciativas, además de descartar por el momento la consideración de T+0, que no supondría un cambio sino toda una revolución en los mercados, pone de manifiesto que, junto a la posición competitiva de los mercados europeos, hay otros aspectos fundamentales que han de ser tomados en consideración a la hora de adoptar una decisión, entre ellos destacan:

- Los efectos sobre el funcionamiento de áreas importantes del mercado como el préstamo de valores, el mercado de repo y la creación de mercado.
- Las posibles consecuencias de concentración de mercado que podrían producirse por la dificultad de actores de tamaño reducido para afrontar las inversiones necesarias para la adaptación y automatización de sistemas y procesos.
- Los efectos en el atractivo de los mercados europeos para inversores de otras zonas, como Asia Pacífico, por las dificultades para ejecutar los procedimientos de liquidación debido a las diferentes zonas horarias.

Tanto las respuestas al *call for evidence*, como la variedad de cuestiones técnicas planteadas, ponen de manifiesto que T+1 no se trata ni mucho menos de un asunto que afecte exclusivamente al mundo de la post-contratación. Tiene consecuencias para gran parte de los actores involucrados en el proceso de inversión: gestores y vehículos de inversión, intermediarios financieros (incluyendo ESIs) e infraestructuras de contratación, cámaras de compensación, depositarios centrales de valores y participantes en la cadena de custodia, emisores e inversores. Y se ve condicionado por el funcionamiento de mercados relacionados como el de divisas.

Se trata de un cambio mucho más drástico que el que supuso el paso a T+2 desde T+3. La ventana para realizar - por todas las partes involucradas - los procesos desde la ejecución de las operaciones hasta su liquidación, pasa de algo más de un día a unas pocas horas. Ello hace preciso implantar procesos automatizados y estandarizados, tales como los empleados en la confirmación y asignación de operaciones, que no tienen actualmente en Europa un grado de uso tan alto como en Estados Unidos. La necesidad de mayor automatización (y la eficiencia que conlleva) puede verse como uno de los efectos positivos del paso a T+1, pero en el corto plazo supone incurrir en importantes inversiones en entornos ya muy competitivos. Igualmente, la mayor fragmentación de mercados e infraestructuras de post-contratación en Europa complican estos procesos respecto a los seguidos en Estados Unidos que opera a través de tan sólo una cámara de compensación, liquidan en un único depositario central, en una sola divisa y no se enfrentan a las particularidades propias de cada jurisdicción presentes en la Unión Europea.

Los beneficios derivados de acortar a T+1 el circuito de liquidación, los “pros” de la medida, son evidentes: la mejora de la posición competitiva de los mercados, la reducción del riesgo de contrapartida y garantías exigidas y el papel de acelerador de la modernización y automatización de procesos. Pero tampoco son despreciables los “cons”. Entre ellos son destacables potenciales incrementos en fallos de liquidación, que podrían dar lugar a penalizaciones y con ello anular el efecto bondadoso y de ahorro en costes derivados de menores garantías necesarias. También los mayores requisitos de liquidez como consecuencia del traslado de parte de la liquidación de los

ciclos nocturnos y sus mecanismos de compensación técnica a la liquidación en tiempo real. O el mayor riesgo de contrapartida por el incremento de la actividad de divisas bilateral que en algunos casos no podría ser procesada en CLS. En cuanto al préstamo de valores, la adopción de un periodo de liquidación más corto supondría a priori la exigencia de mayores garantías derivadas de la mayor dificultad para ejecutar sus procesos en plazos reducidos. En definitiva, la visión general del resultado del *call for evidence* muestra un incremento de los costes de manera cierta y en el corto plazo, unos beneficios más difusos que se prolongarán en un horizonte del largo plazo. Y es especialmente importante que estos costes y beneficios no se distribuirán de manera proporcional entre los diferentes actores según su tamaño y su tipología.

En el medio plazo, el escenario deseable sería uno de alineación de los ciclos de liquidación de los principales mercados internacionales en T+1. Sin embargo, la existencia de distintos ciclos de liquidación es una situación ya vivida sin incidencias con anterioridad en los mercados (por ejemplo, en el periodo en el que la Unión Europea operaba en T+2 mientras que EEUU lo hacía en T+3). Además, como ya he comentado, la actividad de inversores de otras áreas geográficas en los mercados europeos es una variable fundamental a tener en cuenta.

Para algunos, los mercados europeos no pueden correr el riesgo de que los inversores globales los perciban como mercados con menor innovación tecnológica, más lentos, en los que los inversores soporten un mayor riesgo de contrapartida y exigencias de garantías. No se trataría tanto de decidir si debemos caminar hacia T+1 sino de cómo y cuándo hacerlo.

Lo que sí es absolutamente indispensable, sea cual sea la decisión que se adopte, es que los principales mercados europeos – los mercados de la Unión, Reino Unido y Suiza – se mantengan alineados debido a la gran interrelación existente entre ellos. Y si finalmente se produjera el cambio a T+1, el plazo entre decisión y aplicación debe ser lo suficientemente amplio para diseñar la transición de manera adecuada y llevar a cabo las pruebas necesarias, marcándose una hoja de ruta diseñada sobre la base de la coordinación entre todos los sectores involucrados y los reguladores.

En resumen, T+1 presenta un reto complejo en el que los mercados europeos se juegan una parte de su futuro a medio plazo. La CNMV continuará desempeñando un papel activo en él mediante su participación en los foros europeos donde se discute y diseña, como el comité de mercados de ESMA, que está coordinando esta cuestión y que tengo el honor de presidir. También mediante la interlocución con las entidades nacionales de los ámbitos afectados, buena parte de ellas presentes en esta jornada.

Les animo a involucrarse y compartir con nosotros cualquier aspecto significativo. En particular, para elaborar el análisis coste-beneficio que fundamente la decisión que finalmente adopte la Unión Europea, es necesaria información cuantitativa y en especial sobre los costes que una posible adopción de T+1 podría implicar para los distintos sectores afectados.

El segundo elemento y reto en el horizonte inmediato de la industria de la post-contratación y sobre el que me gustaría reflexionar, es el reconocimiento de los activos digitales en el reglamento del régimen piloto DLT, en MICA y en la Ley del Mercado de Valores, lo que abre una nueva vía de actividad y competencia con la entrada de nuevos actores en el mercado.

La nueva LMVSI abre expresamente la posibilidad de representación de los valores mobiliarios mediante sistemas basados en tecnologías de registros distribuidos, con aspectos de su régimen pendientes de desarrollos reglamentarios. Al mismo tiempo, el reglamento piloto DLT posibilita la autorización de infraestructuras de negociación, liquidación y registro, y permite que soliciten excepciones respecto a determinados requisitos exigidos en MIFID y CSDR, limitando el volumen y los tipos de instrumentos financieros (que habrán de estar representados en DLT) sobre los que podrán realizar su actividad.

He sido y sigo siendo muy crítico con el valor que aportan las criptomonedas como objeto de inversión. Pero aquí no estamos hablando de criptomonedas, sino de critpoactivos financieros.

El objetivo declarado de la CNMV es fomentar las iniciativas que exploren las posibilidades de la tecnología DLT en el ámbito de los mercados de instrumentos financieros tradicionales. En distintas ventanas del *sandbox*, se han admitido proyectos que persiguen probar plataformas de esta naturaleza. Y con el ánimo de acelerar su efectiva implantación, estas iniciativas están simultáneamente iniciando los pasos necesarios para su autorización conforme al régimen del reglamento piloto y aprovechando las conclusiones obtenidas en las pruebas realizadas en el *sandbox*.

Estaremos, por tanto, encantados de discutir y explorar con cualquier entidad o participante que tenga ideas sobre cómo incorporar esa tecnología al mundo del registro de valores, como ya estamos haciendo con varias entidades.

Finalizo ya. La actividad de post-trading en España goza de una buena salud y ha sobrevivido a grandes transformaciones competitivas y regulatorias. La búsqueda de una mayor eficiencia y la tecnología seguirán siendo uno de los motores principales para hacerla avanzar y desarrollarse. Y la CNMV tiene intención de acompañar al sector regulado y de ser parte activa en ese proceso.

Muchas gracias