



CLAUSURA DE LA JORNADA: EL FUTURO DE LAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO

Carlos Sanz*

(Presentador) Antonio Romero**

* Director Sistemas de Pago de Banco de España.

** Director corporativo de Servicios Asociativos, Control y Recursos de Cecabank.

(Presentador)

P: Hemos querido dedicar esta Jornada a reflexionar sobre cómo los agentes que participamos en el mercado debemos adaptarnos a una nueva realidad. Así figura en el título de la Jornada: *Tecnología y operaciones ante una nueva realidad*. Se trata de una realidad muy compleja, porque en ella convergen dos tipos de elementos. En primer lugar, elementos que podemos considerar coyunturales, que no estaban previstos; de repente ha surgido una epidemia de COVID que ha cambiado el mundo, que nadie esperaba. Y con ellos convergen factores estructurales, tendencias de transformación que ya veníamos observando, que existían en el mercado desde hace años. Y hay una complejidad adicional, en la medida en que esos factores coyunturales y estructurales confluyen y se retroalimentan de manera que, por ejemplo, la epidemia de COVID está acelerando tendencias de transformación que, como digo, veníamos observando ya en el pasado, en el ámbito de la regulación o en el ámbito de la tecnología. Esta reflexión ha sido la columna vertebral, en mi opinión, de esta Jornada tan interesante y de las intervenciones de ponentes tan brillantes como los que nos han acompañado hoy.

Por profundizar en algunas de estas tendencias, me gustaría empezar por la regulación. Llevamos ya siete *Jornadas de Securities Services* y en todas ellas hemos hablado mucho de regulación y del modelo de supervisión. Lo hacemos desde la convicción de que nuestro mercado, el mercado de valores, el mercado de la inversión colectiva, es un mercado con una enorme capacidad de generación de riqueza y de valor para la sociedad (y de bienestar, en definitiva), y eso justifica sobradamente que exista una preocupación por parte de los poderes públicos y, en última instancia, una intensa regulación; y eso es algo que nosotros asumimos con plena responsabilidad.

La pandemia de COVID ha modificado la agenda de los supervisores y **Jorge Vergara**, de la CNMV, nos ha explicado cómo nuestro supervisor ha debido de adaptar sus patrones de trabajo a esta realidad y enfocarse a aspectos nuevos como, por ejemplo, nuestros planes de continuidad o la evolución de los reembolsos en el ámbito de la inversión colectiva; además, se ha referido (y me parece una reflexión muy importante) a que todo ello se ha hecho bajo una coordinación muy intensa

a nivel europeo por parte de ESMA. Pero la agenda regulatoria no se ha detenido como consecuencia de esta pandemia; al contrario, ha seguido evolucionando y el propio **Jorge Vergara** nos hablaba de lo que nos aguarda en un futuro inmediato en cuanto a reformas de normativas, que son estructurales y que han configurado, de hecho, nuestro mercado tal y como tal como lo conocemos hoy, como es el caso de la directiva *UCITS*. Nos ha advertido de que nos aguarda un interesante debate sobre el pasaporte del depositario o la propia directiva *MIFID*, que ha modificado nuestro modelo de relación con el cliente y en cuyo contexto nos espera una interesante discusión sobre el régimen de los incentivos.

Pero hay un aspecto dentro de la agenda regulatoria que está emergiendo con muchísima fuerza y que también ha sido objeto de reflexiones en esta Jornada, que es la sostenibilidad. **Joseba Orueta**, de **Kutxabank**, se ha referido a ella como su primera prioridad para los próximos años y creo que con gran acierto. En los últimos años hemos evolucionado, hemos avanzado en la definición de un adecuado marco para la sostenibilidad en el sector financiero, hemos trabajado en el ámbito de las expectativas supervisoras sobre modelos de gobernanza o gestión de riesgos climáticos, hemos también avanzado en materia de taxonomías para poder diferenciar con claridad lo que es una inversión sostenible de lo que no lo es, hemos avanzado en materia de *reporting* y de transparencia al mercado. Pero, sin duda, nos queda un enorme recorrido todavía que hacer, porque, en última instancia, estamos hablando de un debate trascendental como es el papel que debe desempeñar el sector financiero en ese esfuerzo colectivo que supone la transformación de nuestro actual modelo económico hacia un modelo económico sostenible y respetuoso con el medio ambiente. Como el papel que como sector y como industria tenemos que jugar en ese esfuerzo es tan importante, en mi opinión, es fundamental que ese camino lo recorramos juntos, depositarios, gestores, comercializadores... todos debemos avanzar conjuntamente en este enorme desafío. **Lluís de Torres**, de **Caixabank**, nos decía, a propósito de la normativa de derecho de voto de los accionistas, que ha decidido contar con Cecabank por nuestro entusiasmo (ha utilizado esa palabra, gracias Lluís, por ello) a la hora de volcarnos con nuestros clientes y acompañarles en los desafíos que tienen. Este es un desafío enorme y desde luego la industria puede contar con Cecabank y todo nuestro esfuerzo para acompañar a nuestros clientes en este interesantísimo camino que tenemos por delante.

La segunda fuerza disruptora de la que nos gusta hablar, y que ha sido también una constante en esta y en otras Jornadas, es la tecnología. La tecnología nos ha permitido gestionar adecuadamente una situación tan compleja como una pandemia; el teletrabajo nos ha brindado una excelente fórmula para mantener la calidad del servicio y, como decía muy bien **Lily Corredor**, de **Ibercaja**, para ofrecer a nuestros clientes certezas en tiempos de incertidumbre. Esa ha sido una aportación fundamental de la tecnología. Pero la tecnología entraña aspectos mucho más disruptores todavía. La tecnología ha cambiado nuestro modelo de relación con el cliente, ha modificado el ecosistema de nuestro mercado con la irrupción de nuevos jugadores, como las *Fintech* (por cierto, con cuya colaboración pueden

surgir enormes oportunidades de negocio que todos debemos estar en condiciones de explorar). Y aún quedan aspectos todavía mucho más intensos como es el caso, por ejemplo, de los criptoactivos, la irrupción de los medios de pago y de los instrumentos de inversión digitales, ya sean emitidos por bancos centrales como el nuestro, el Banco Central Europeo, o por agentes privados. Esta innovación podemos estar absolutamente seguros de que puede modificar el modelo actual, el paradigma de intermediación bancaria tal y como lo conocemos hoy. En Cecabank estamos en la vanguardia del análisis de estas tendencias transformadoras, tanto desde el punto de vista de la regulación como desde el punto de vista de la tecnología. Llevamos siete años organizando estas Jornadas; en la primera de ellas todavía éramos un modesto jugador en el mercado que aspiraba a abrirse camino; siete años después podemos decir con orgullo que somos un banco depositario independiente, consolidado y líder en el mercado, y la clave fundamental de este éxito ha sido nuestra capacidad para convencer al mercado de que Cecabank tiene dos cosas de enorme valor que aportar al mercado.

En primer lugar, aportamos seguridad y, en segundo lugar, podemos aportar eficiencia. Eficiencia porque nosotros generamos sinergias en un negocio que es fundamentalmente de escala; y seguridad porque nosotros somos un banco custodio, nuestra actividad es custodiar. Esta mañana he leído cómo define el diccionario de la Real Academia Española la palabra custodiar y la define como “guardar algo con cuidado y vigilancia”; y eso es justamente lo que nosotros hacemos.

Doy ya paso a la presentación que clausura esta VII Jornada.

(Carlos Sanz)

CS: En esta intervención sobre las infraestructuras del mercado financiero (IMF), voy a tratar de tocar varios aspectos, siquiera brevemente: los retos a los que se han enfrentado ante la situación de pandemia que vivimos, la innovación tecnológica y las iniciativas regulatorias que están sobre la mesa.

■ I. RETOS

Terminamos el año 2020 en un contexto marcado por lo extraordinario de este ejercicio. Si nos situamos justo a principios del año 2020, la economía gozaba de relativa calma, sin que nada hiciera vislumbrar el impacto en Europa de lo que se empezaba a escuchar con preocupación sobre la propagación del coronavirus en Asia.

Solamente unas semanas más tarde, la pandemia alcanza su máxima virulencia en nuestro continente y los grandes organismos internacionales se afanan en mitigar el impacto en la economía.

Con la prudencia que merece la situación todavía incierta, es justo reconocer la pronta coordinación internacional para afrontar la situación desde el primer momento. En el ámbito del G20 se reforzaron los trabajos enfocados a la gestión de riesgos como estrategia para absorber posibles *shocks* que se pudieran transmitir a través de las infraestructuras del mercado financiero. En este contexto, determinadas entidades, como las cámaras de contrapartida central acaparan toda la atención. La rápida actuación ha contribuido a amortiguar el estrés sufrido por los mercados de capitales, ayudados por la financiación a través de los bancos centrales que ha contribuido a preservar la integridad y el funcionamiento de los mercados financieros.

El efecto inmediato de la pandemia en el ámbito de las operaciones de financiación colateralizadas se aprecia en una mayor demanda de liquidez respaldada por activos de garantía adecuados. Las plataformas de liquidación sufrieron un incremento muy significativo en volúmenes que supuso un reto desde el punto de vista tecnológico al poner a prueba, satisfactoriamente, los sistemas de pago de forma global. En el área del euro, la larga experiencia y mejoras acumuladas por los hoy denominados Servicios TARGET han permitido demostrar la escalabilidad y seguridad de la operativa de los sistemas.

Sin embargo, la pandemia también está poniendo a prueba la respuesta y resiliencia de todo el sistema financiero en su conjunto. Los bancos centrales no son una excepción y se ven sometidos a un escenario nuevo donde han de contribuir dentro de su mandato a mitigar el impacto económico y financiero de la pandemia, preservando el buen funcionamiento y la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. Para garantizar este objetivo, los bancos centrales utilizan sus diferentes funciones con respecto a las infraestructuras, bien como:

- *Usuarios* de los sistemas de pago y compensación y liquidación de valores para instrumentar y ejecutar la política monetaria o proporcionar crédito intradía,
- *Gestores* de los sistemas TARGET2 y T2S: a través de estos se facilita la liquidación en dinero de banco central y se proporciona un mecanismo para la liquidación de operaciones.
- *Vigilantes* de las IMF asegurando su conformidad con los estándares internacionales y con la regulación de la Unión Europea y finalmente,
- *Catalizador*, dando apoyo al desarrollo de distintas iniciativas e impulsando el cambio para corregir posibles deficiencias o mejoras necesarias en los sistemas.

Una estrategia fundamental que puede acelerar la recuperación de la Unión Europea (UE) tras la pandemia de COVID-19 es seguir avanzando en la unión de los mercados de capitales, la conocida como *Capital Markets Union (CMU)*. Solo unos

mercados de capitales profundos, integrados y que funcionen debidamente pueden proporcionar la escala de apoyo necesaria para recuperarse de la crisis e impulsar la transición digital. Entre las principales iniciativas del Plan de Acción de la CMU se encuentra la integración paneuropea de las infraestructuras del mercado financiero.

En este sentido, me gustaría destacar el esfuerzo que se realiza desde los grupos de contacto del Eurosistema con el mercado, los grupos del AMI-Pay (Advisory Group on Market Infrastructures for Payments) y AMI-SeCo (Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and Collateral), para pagos y valores respectivamente. Ambas estructuras, integradas en el ámbito de gestión de las infraestructuras del Eurosistema, aglutinan una densa red de grupos de trabajo con la industria a través de los cuales se canaliza y promueve la armonización en la gestión de operaciones de liquidación de efectivo y de valores y en la gestión de colateral, buscando el consenso que se plasma finalmente en unos estándares para el mercado europeo que sirvan de apoyo e impulso hacia nuevos desarrollos e innovación en las distintas áreas.

■ II. INNOVACIÓN Y TECNOLOGÍA EN LOS MERCADOS

En relación a las nuevas tecnologías que irrumpen con fuerza, el mandato sobre estabilidad financiera requiere un minucioso análisis de los riesgos por parte de los bancos centrales y de los impactos asociados para ir canalizando la aplicación de estas nuevas tecnologías en el ecosistema financiero. En el ámbito de las infraestructuras del mercado financiero, la experiencia demuestra que en este punto se ha de compatibilizar el proceso de maduración y modernización de la infraestructura actual, en paralelo al análisis sobre el posible uso de las nuevas tecnologías. Pese a los supuestos ahorros de costes que prometen las nuevas tecnologías, especialmente en un ámbito descentralizado, existen factores relacionados con la seguridad e impacto global que han de ser evaluados para descartar posibles vulnerabilidades que potencialmente pudieran tener un alcance sistémico en otros participantes. La eficiencia y agilidad de los nuevos sistemas son un factor muy positivo, pero por sí solos no justifican su autorización hasta tener garantía sobre el respeto a los estándares internacionales aplicables a las infraestructuras del mercado financiero.

Uno de los grandes retos que viene unido con la innovación, la digitalización y las nuevas tecnologías en general, es sin duda el de la ciberresiliencia.

Siendo como es el sector financiero uno de los principales objetivos de este tipo de ataques, es muy importante que las decisiones se tomen teniendo en cuenta consideraciones de ciberresiliencia, ya que los sistemas más rápidos y eficientes resultan inútiles si al final no son seguros, si es fácil comprometer su actividad o exponer a sus usuarios a un riesgo desproporcionado. La digitalización y la innovación deben seguir avanzando, pero esto no puede hacerse a expensas de la seguridad.

En este sentido, en marzo de 2017 el Eurosistema aprobó su estrategia para la vigilancia de los riesgos cibernéticos. Esta estrategia parte de la premisa de que en un contexto caracterizado por la existencia de amenazas cibernéticas cada vez mayores y fuertes interdependencias, la ciberresiliencia no es un objetivo que pueda alcanzarse de manera aislada por cada infraestructura, sino que es necesario reforzar la resiliencia cibernética tanto de las infraestructuras, como del sector en su conjunto, y, dadas las características de estas amenazas, que no tienen fronteras ni entre estados ni entre sectores, la colaboración tiene una importancia fundamental, tanto entre las infraestructuras entre sí, como con sus autoridades competentes, y de éstas entre sí.

Para articular dicha estrategia y facilitar la realización de sus actividades de vigilancia, el Eurosistema ha desarrollado distintos instrumentos, entre los que quiero destacar tres: las expectativas de vigilancia, las *CROE* (*Cyber Resilience Oversight Expectations*), por su acrónimo en inglés, y que permiten realizar una vigilancia armonizada de los riesgos cibernéticos de las infraestructuras de mercado; el marco TIBER-EU, para la realización de pruebas de *red-team*, y una de cuyas ventajas más relevantes es que permite el reconocimiento transfronterizo de los resultados de estas pruebas; y la creación del *ECRB* (*Euro Cyber Resilience Board*), el foro de cooperación establecido a nivel de UE por el Eurosistema y que reúne a las infraestructuras de pagos y valores más importantes y a las autoridades responsables de su vigilancia.

Ligada íntimamente a la ciberresiliencia, que con un nivel elevado permite que las infraestructuras sean seguras y robustas, surge la perspectiva de las interdependencias entre las infraestructuras de mercado. Desde el Eurosistema se realiza un seguimiento y análisis de las interdependencias debido a que el sistema financiero está constituido por una red fuerte y densamente entrelazada.

Hasta ahora, las interdependencias se han analizado y vigilado en un ámbito estrictamente financiero, clasificándose en tres tipos: las que se establecían por los vínculos entre las infraestructuras, por ejemplo, entre sistemas de pagos y sistemas de liquidación de valores como hemos visto en los servicios integrados en *TARGET*; las que se producen por las entidades que participan en diferentes sistemas nacionales e internacionales; las generadas por proveedores de servicios críticos, que los prestan a infraestructuras de diferentes tipos o localizaciones geográficas.

Sin embargo, ahora el escenario se amplía a ámbitos no financieros; pensemos en las grandes plataformas comerciales que basándose en nuevas tecnologías ofrecen servicios que compiten directamente con las entidades financieras reduciéndoles su cuota de mercado mediante la prestación de servicios de pagos, o en la utilización de *DLTs* que pueden quebrar el monopolio de actividades de emisión, registro y mantenimiento de valores centralizado. Esto modifica en gran medida el marco tanto desde el punto de vista de negocio como desde el del ejercicio por las autoridades de sus responsabilidades y funciones. Las redes se multiplican, se alargan y dificultan la labor de las autoridades de un modo que obliga a reaccionar de forma ágil, rápida y robusta para no quedarse atrás y asegurar el cumplimiento de la regulación y de los

objetivos de las instituciones internacionales y nacionales. En suma, se trata de un reto en el que estamos implicadas las autoridades, financieras y de otros sectores como el de la seguridad o el del comercio, y los diferentes actores del sistema financiero y del ámbito tecnológico, y que no quería dejar de señalar aquí para agradecer vuestra contribución hasta ahora, y que será muy necesaria y muy útil en adelante.

1. Iniciativas en el mercado español

No quiero dejar el tema de la innovación sin antes mencionar algunas de las iniciativas que se están poniendo en marcha en el mercado español. Desde los bancos centrales se tiene muy en cuenta este contexto para adaptar el soporte e infraestructura necesarios a la demanda y necesidades del mercado, en el marco de las funciones asignadas en sus estatutos.

En el ámbito de valores, el Grupo Bolsas y Mercados Españoles, BME, ha puesto en marcha diversas iniciativas apoyando la innovación tecnológica que atienden las necesidades de la comunidad financiera. Tanto como suministrador o como integrador, así como desarrollando soluciones en los distintos ámbitos del negocio de valores. La estrategia entre otros cubre diferentes actividades ligadas a servicios de valor añadido en los ámbitos tecnológico, de regulación e innovación (BME Inntech, socio tecnológico para servicios y soluciones en toda la cadena de valor de los mercados financieros), BME Regulatory Services, compañía del grupo BME encargada de operar los servicios de cumplimiento normativo derivados de la legislación financiera nacional y europea; BME Market Data, filial del Grupo BME especializada en la generación de flujos de información primaria en tiempo real, fin de día e históricos).

Las diversas iniciativas avanzan en frentes que consideramos complementarios entre sí. Así cabe mencionar la investigación que se está realizando en el ámbito de los registros distribuidos, con asociaciones pioneras como Alastria. Esta asociación fomenta la economía digital a través del desarrollo de tecnologías de registro descentralizadas/Blockchain, ofreciendo las redes promovidas por sus socios e identificando oportunidades, así como ventajas e inconvenientes de estos avances tecnológicos.

En el ámbito de pagos, cabe referirse a las iniciativas de Iberpay:

La iniciativa de *Smart Payments*. Prueba de concepto con varios bancos españoles sobre una plataforma interbancaria que posibilita la programación inteligente de transferencias inmediatas desde contratos inteligentes (*smart contracts*) desplegados en redes blockchain, y que permiten la ejecución automática de pagos cuando se cumplan determinadas condiciones preestablecidas, o

La iniciativa Smart Money. Esta iniciativa consiste en la emisión de dinero digital tokenizado por parte de Iberpay, respaldado con fondos en una cuenta en TARGET2 gestionada por Iberpay con una paridad 1 a 1.

■ III. INICIATIVAS REGULATORIAS EN EUROPA

A continuación, haré un breve repaso de las iniciativas regulatorias relacionadas con la innovación en el ámbito europeo.

Con el fin de fomentar la innovación responsable, la Comisión Europea adoptó el 24 de septiembre de 2020 un nuevo paquete de medidas sobre finanzas digitales que pretende estimular la competitividad y la innovación de Europa en el sector financiero, allanando el camino para que Europa pueda llegar a definir normas a nivel mundial. La tecnología tiene mucho más que ofrecer a los consumidores y a las empresas y debemos afrontar de forma proactiva la transformación digital, mitigando al mismo tiempo cualquier riesgo potencial. Este paquete abarca las siguientes áreas:

- *Una estrategia de pagos minoristas* que tiene por objeto garantizar servicios de pago seguros, rápidos y fiables a las empresas y los ciudadanos europeos. Su objetivo es lograr un sistema de pagos minoristas plenamente integrado en el ámbito de la UE, que permita el pago instantáneo, incluso en los pagos transfronterizos. Así se facilitarán los pagos en euros entre la UE y otros territorios y se fomentará la aparición de soluciones de pago paneuropeas y locales.
- *Propuestas legislativas en materia de criptoactivos (representación digital de valores o derechos que pueden almacenarse y negociarse electrónicamente) con el fin de aprovechar las oportunidades y mitigar los riesgos.*
- *El borrador de “Reglamento sobre los mercados de criptoactivos” (MiCA, Markets in Crypto-assets, por sus siglas en inglés) que impulsará la innovación, preservando al mismo tiempo la estabilidad financiera y protegiendo a los inversores de los riesgos. Este reglamento aportará claridad y seguridad jurídica a los emisores y proveedores de criptoactivos. Las nuevas normas permitirán a los operadores autorizados en un Estado miembro prestar sus servicios en toda la UE (pasaporte europeo). Como elementos de protección para los inversores, incluye disposiciones sobre requerimientos de capital, custodia de activos, un procedimiento obligatorio de reclamación a disposición de los inversores y derechos del inversor frente al emisor. Los emisores de criptoactivos respaldados por activos significativos (las denominadas *stablecoins*) estarán sujetos a requisitos más estrictos (en temas de capital, derechos de los inversores y supervisión).*

- *El borrador de Reglamento sobre un régimen piloto para las infraestructuras de mercado que vayan a negociar y liquidar operaciones de instrumentos financieros en forma de criptoactivos (PRR, Pilot Regime Regulation, por sus siglas en inglés).* Este régimen piloto se presenta como un “entorno de pruebas controlado” (*Sandbox* en inglés) que permite excepciones temporales a las normas existentes para que los reguladores puedan adquirir experiencia en el uso de la tecnología DLT por las infraestructuras de mercado, garantizando al mismo tiempo que puedan hacer frente a los riesgos relativos a la protección de los inversores, la integridad del mercado y la estabilidad financiera. Lo que se pretende es permitir que las empresas experimenten y aprendan más sobre cómo se aplican las normas vigentes en la práctica.
- *El borrador de Ley de Resiliencia Operativa Digital (DORA, Digital Operational Resilience Act, por sus siglas en inglés).* Las empresas tecnológicas tienen cada vez más peso en el ámbito financiero, tanto como proveedores de tecnologías de la información a las empresas financieras como en calidad de proveedores de servicios financieros. La ley aspira a garantizar que todos los participantes en el sistema financiero cuenten con las salvaguardias necesarias para paliar ciberataques y otros riesgos. La legislación propuesta exigirá a todas las empresas que se aseguren de que pueden resistir a cualquier tipo de perturbaciones y amenazas relacionadas con las tecnologías de la información y la comunicación (TIC). También introduce un marco de supervisión para los proveedores de TIC.

En definitiva, un paquete de medidas que debe contribuir a

- estimular la innovación responsable y la competencia entre los proveedores de servicios financieros de la UE,
- reducir la fragmentación del mercado único digital, de modo que los consumidores puedan tener acceso a productos financieros transfronterizos y las empresas emergentes de tecnología financiera se expandan y crezcan,
- garantizando la adaptación de las normas de la UE en materia de servicios financieros a la era digital y,
- fortaleciendo la capacidad de Europa para retener y reforzar su autonomía estratégica respecto a los servicios financieros.