



RETOS Y OPORTUNIDADES EN LA ACTIVIDAD DEL *POST-TRADING*

MONTSERRAT MARTÍNEZ PARERA, VICEPRESIDENTA DE LA CNMV
9 de febrero de 2023

Buenos días.

Es un placer participar un año más en estas jornadas de Securities Services, que son un referente en el sector. También escuchar a Santiago Carbó y, por supuesto, a Salvador Arancibia, adjunto a Dirección de Expansión. Me alegra además que un medio de referencia como El Expansión apoye la difusión y organización de estas jornadas.

En los últimos diez años, Cecabank se ha consolidado en la prestación de servicios de post contratación, lo que muestra su profesionalidad, especialización y capacidad de adaptación a los cambios y tendencias en el mercado.

Ahora toca mantener una mirada a futuro, con las luces largas, pues tenemos por delante años claves, como consecuencia de las tendencias que seguro se debatirán a lo largo de la jornada.

Quiero comentar, en este sentido, dos de ellas. Por una parte, llevamos años observando un proceso de consolidación e integración del sector de post-contratación en la Unión Europea, vinculado a la eficiencia en costes y a una mayor profesionalización de los servicios. Volveré a ello más adelante.

Pero la otra gran dinámica, y en la que me quiero centrar hoy, es la vinculada a la innovación y al uso de nuevas tecnologías, que ofrecen sin duda grandes oportunidades pero que a la vez son altamente disruptivas con el sistema actual. Aquí me voy a referir a los activos digitales, primero, y, en segundo lugar, y más en concreto, al potencial de la tecnología DLT y la consecuente tendencia a la desintermediación.

Activos digitales

Empezando por los activos digitales, cuando los mencionamos lo primero que nos viene a la cabeza son las criptomonedas. Y, si me apuran, más recientemente, los múltiples casos de colapso que se han observado en el sector como el de Celsius, Terra Luna o el más reciente de FTX. Este último caso, uno de los principales *exchanges* globales, es un claro ejemplo de los problemas que se derivan de la ausencia absoluta de controles y de mínimas normas de gobierno interno.

En la CNMV, desde 2018, no nos hemos cansado de alertar de los riesgos que supone para los inversores el poner sus ahorros en productos y en plataformas sin ningún

tipo de control ni garantías, y para ello vigilamos también que se alerte de los riesgos en la publicidad. Al final, son “activos” con un elevado componente especulativo y, en muchas ocasiones, con escaso o ningún valor intrínseco, más allá de la búsqueda de un enriquecimiento rápido. Un sistema de inversión que habitualmente necesita de una base amplia de inversores para que solo unos pocos, los primeros entrantes, consigan rentabilidades.

Dicho esto, ahora tenemos el Reglamento europeo MiCA en ciernes, ya aprobado, que esperamos se publique en los próximos meses.

Dos matices. En primer lugar, una vez publicado, faltarán aún 18 meses para su implementación y para el desarrollo de la regulación (lo que llamamos nivel 2), que armonizará los requisitos para que un operador de cripto se instale oficialmente en un país de la UE bajo normas comunes.

Por otra parte, cabe recordar lo que es MiCA. Esto es, esta norma regula, además del dinero digital tokenizado o las denominadas *stablecoins*, la emisión, la comercialización y la prestación de servicios respecto de criptoactivos que no sean considerados instrumentos financieros y que, por tanto, actualmente no están sujetos a regulación europea alguna de protección del inversor.

¿Significa que tras MiCA los riesgos desaparecen? No. Mica no elimina todos los riesgos, no es una panacea, lo que hace es facilitar que determinados activos digitales sigan unas mínimas normas para su venta, que serán inferiores a las que actualmente pedimos para los instrumentos financieros. Por ejemplo, con MiCA estos activos no estarán sujetos a un fondo de contingencia como el Fogain o el FGD, y está por concretar qué reporte se dará al supervisor y, en consecuencia, qué capacidad supervisora tendremos. También cabe señalar que se concretó hace tiempo y el mercado evoluciona de forma muy rápida.

Pero más allá de que se regule la inversión sobre estos activos, lo que me parece más importante son las características del producto en sí, esto es, en lo que se invierte. Pues, al fin y al cabo, el producto es lo que en última instancia determina la rentabilidad de la inversión.

Es decir, con MiCA avanzaremos en dotar de unos mínimos controles a las entidades que negocian y venden estos productos, que es importante, y también al proceso de venta, pero los productos en sí seguirán teniendo las mismas características y naturaleza, ya sean criptomonedas o tokens. Mayor transparencia e información, pero las mismas características.

Y aquí es donde viene para mí la parte más interesante del sector cripto, que es la tecnología subyacente. Más allá de la regulación que ofrecerá MiCA del mundo cripto, lo realmente disruptivo será la aplicación de la tecnología cripto, el DLT o de *blockchain*, a los instrumentos financieros “tradicionales” ya sujetos a regulación, esto es, a los bonos, a los fondos de inversión o las acciones, entre otros. Es decir, aplicar la tecnología del mundo cripto al mundo real.

Tecnología DLT

Con ello, los actuales instrumentos financieros se pueden convertir en activos digitales representados en sistemas de registros distribuidos.

Cuando estuve en este mismo foro el año pasado, ya señalé la relevancia de la tecnología de registros distribuidos o DLT en el ámbito de la post-contratación.

La aplicación de la tecnología DLT permitirá que la compraventa y la liquidación de un instrumento financiero se puedan llevar a cabo de forma simultánea, eliminándose así la necesidad de la compensación, ya que la entrega contra pago se podría realizar de forma automática. Esta posibilidad, en el caso de que sea escalable a volúmenes masivos de operaciones en los mercados, conllevaría grandes beneficios, no sólo en lograr una mayor eficiencia, sino también un considerable ahorro en las garantías que actualmente se aportan.

Pues bien, dentro justo de un mes, esto será una realidad, pues entra en vigor el régimen piloto sobre infraestructuras de mercado basadas en DLT en Europa. Se pone en marcha en formato prueba, durante un periodo acotado, de seis años, y con ciertas limitaciones, pero es el primer paso para empezar a andar.

Así, el Reglamento regula la negociación y liquidación de instrumentos financieros DLT con ciertos límites a los volúmenes. Por ejemplo, el emisor de las acciones no podrá tener una capitalización superior a los 500 millones de euros, y los bonos y cualquier otro tipo de deuda titulizada deberá tener un tamaño de emisión inferior a los mil millones de euros.

Como decía, es un programa piloto, pero de gran importancia, dado el poder disruptivo que su implementación generalizada puede llegar a tener.

En España, nos estamos preparando bien para aprovechar al máximo estas oportunidades.

En primer lugar, estamos ajustando ya nuestro marco normativo. Así, en los próximos meses, vamos a disponer de una nueva Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, que esperamos incluya estos valores dentro de la definición de instrumentos financieros.

Esto supone que se reconozca el registro en un sistema DLT de valores negociables como una tercera forma de representación válida, y que asegure que la transmisión dentro de estos sistemas DLT tenga los efectos de transmisión legítima de los valores representados. Así se podrán llevar a cabo los eventos corporativos, y también las inscripciones de gravámenes, la expedición de certificados o llevar a cabo transmisiones forzosas.

En segundo lugar, en la CNMV llevamos ya más de dos años trabajando en el contexto del *sandbox* con proyectos concretos vinculados a la tecnología DLT, y específicamente con vistas a poder estar preparados para el futuro régimen piloto de la UE.

Este trabajo previo es clave pues nos está permitiendo probar iniciativas reales de este tipo de plataformas, y valorar así los riesgos, su operativa y el funcionamiento de las medidas compensatorias. Este trabajo conjunto, mano a mano con los promotores de los proyectos, nos enriquece mutuamente. Y esto es importante pues el Reglamento

europeo no entra a concretar nada sobre requerimientos tecnológicos concretos y los modelos de negocio pueden ser diversos.

Actualmente, tenemos cuatro proyectos en el *sandbox* que proponen operar infraestructuras de mercado bajo este régimen piloto, cada uno con su modelo de negocio y su tecnología particular.

Ya a mediados del año pasado, empezamos a colaborar con una plataforma de negociación que ya está funcionando en Estados Unidos y que plantea ofrecer instrumentos financieros representados en DLT en ambas jurisdicciones, en concreto acciones.

Y en la última cohorte del *sandbox* hemos aceptado otros tres proyectos.

Uno de ellos utilizará una *blockchain* privada y se quiere especializar en la aplicación de la tecnología a participaciones de los fondos de inversión. Los otros dos se basan en *blockchain* públicas: el primero se especializará en el sector inmobiliario, emitiendo deuda y *equity* para financiar este tipo de proyectos. Y el segundo se enfoca a la financiación de *start-ups* a través de la emisión de acciones y bonos.

Como pueden ver, no nos aburrimos.

Tenemos por delante unos años apasionantes, en los que vamos a ir viendo y valorando la eficiencia, riesgos y oportunidades de la tecnología DLT en las infraestructuras de mercado. Especialmente relevante será determinar las ventajas que podría ofrecer en operaciones transfronterizas y cómo podría afectar a la custodia global.

Me refería al principio al creciente proceso de consolidación e integración del sector de negociación y post-contratación en la UE. Llevamos años observando esta tendencia. Cada vez existen menos cámaras y se abre paso una negociación más concentrada en entidades más activas, sobre la base de la reducción de costes y las ganancias de eficiencia. El brexit es otro factor que también está jugando un papel relevante en el diseño del mercado europeo.

En este contexto, la CNMV ha promovido desde hace muchos años un esfuerzo legislativo y regulatorio para eliminar peculiaridades del sistema español de liquidación y acercarlo al estándar europeo, de modo que sea más eficiente y más comparable con los de nuestro entorno. Es ese proceso se enmarcan elementos como la desaparición del PTI y el resto de reformas que hemos impulsado con ese objetivo.

La tecnología introduce ahora un elemento adicional, la integración vertical de los servicios y la tendencia a la desintermediación.

Parece posible prescindir de la compensación, en modelos en los que los inversores pueden tener acceso directo al mercado, ofreciendo operativa en tiempo real y eliminando las garantías o los fondos que están depositados en las cámaras.

Sabemos que la innovación ya está acortando los tiempos de liquidación, de T+2 a T+1, e incluso se aboga por lo que se denomina la liquidación atómica o instantánea, mediante el uso de *smart contracts*.

Pero ello también puede traer consigo otros riesgos cuya magnitud e implicaciones por ahora desconocemos: como los derivados del automatismo y de un mayor componente procíclico, y a los que tenemos que estar atentos.

Este entorno tecnológico también conlleva cambios notables en el ámbito de la custodia.

Por una parte, cobra especial relevancia la creciente necesidad de custodia de activos digitales. En un mundo digital, la custodia tiene un componente de especialización tecnológica indudable, tanto para garantizar la seguridad física del activo, como para controlar el riesgo de ciberseguridad o de robo.

Estamos viendo diferentes modelos de prestación de estos servicios en el mundo digital: hay entidades especializadas en dar este servicio de custodia a terceros, pero también vemos que es habitual que las entidades que negocian y venden criptomonedas ofrezcan el servicio de custodia usando aplicaciones de terceros, lo que no deja de ser una práctica con ciertos riesgos.

Por otra parte, en el ámbito de los instrumentos financieros, el servicio actual de custodia y de depositaría de IIC, es decir, de fondos e instituciones de inversión colectiva, sigue la tendencia de especialización y profesionalización de la actividad que hemos ido observando en los últimos años.

Así lo refleja la concentración de la función en cada vez menos entidades. Actualmente, hay 16 depositarios de IIC activos, frente a los 76 de hace quince años. Y los tres mayores depositarios acumulan una cuota del 73% (frente al 44% de 2007).

Esta especialización de la función debe redundar en un servicio más eficaz y es el resultado de la gran transformación del sector a la que me refería al principio, en un entorno cada vez más competitivo. Pensemos, por ejemplo, en el elevado volumen de inversiones necesarias para gestionar el riesgo de ciberseguridad que afecte a los activos custodiados y el de continuidad de la operativa.

Y termino. La actividad de *post-trading* en España goza de muy buena salud. La tecnología, en todo caso, nos ofrece un entorno de cambios disruptivos en el que necesitamos reflexionar entre todos sobre las implicaciones en términos de riesgos y de buen funcionamiento del mercado. No me cabe duda de que veremos grandes transformaciones en los próximos años.

De nuevo, enhorabuena por la celebración de estas jornadas, que nos ofrece una excelente oportunidad para reflexionar sobre estos desafíos.