# PASADO Y FUTURO DE LA CUSTODIA EN EUROPA. DESAFÍOS Y RETOS

X Jornada Securities Services Cecabank & Expansión
5 de marzo de 2024

**Jesús Benito, Consejero Delegado Iberclear, BME, SIX**

marzo 2024

Buenos días a todos,

Es un verdadero honor poder dirigirles unas palabras sobre la evolución del negocio de la custodia europea y compartir unas reflexiones de cara a su futuro.

En primer lugar, querría agradecerles muy sinceramente su invitación. Muchas gracias a Cecabank, Expansión y FundsPeople por invitarme representando a BME y muchas gracias y enhorabuena por esta ya décima ocasión en que este evento, uno de los más significativos de nuestro sector, que contribuye a su divulgación, para los que no lo conocen, y a la reflexión entre sus profesionales.

## 1. Introducción

Diez años es una fecha "muy redonda" que sin duda merece destacar. Y alrededor de diez años (más uno de pandemia), precisamente, voy a construir mis palabras. Diez años que unen el pasado y el futuro, y que marcan un cambio radical del sector de la custodia en Europa, y una transformación, me atrevería a decir, no ya radical sino casi revolucionaria en España.

Me estoy refiriendo a la década que va desde 2014 a 2025, y efectivamente, es una "década de once años", permítanme que no cuente el año 2020 por razones de todos conocidas, y así hablemos de ocho años de pasado, uno de pandemia entre paréntesis y dos por venir.

El viaje al que les invito a unirse, estará ordenado en tres etapas y será un recorrido en paralelo, entre el sector europeo y el sector español. El eje central será la década, más un año, antes mencionada, no sé si prodigiosa.

Pero antes de la misma me gustaría hacer una breve mención a la situación antes de 2014 y para terminar, una reflexiones sobre el posible futuro de este sector después de 2025.

Sin duda, como economista que soy, no hace falta que les diga, que en la previsión del pasado no solemos fallar. Desafortunadamente, la predicción del futuro es bastante menos certera…

## 2. Hacemos memoria, el sector europeo y español de la Custodia antes de 2014

El sector de la custodia, tal y como lo conocemos actualmente, es decir, un ecosistema en el que la figura central es una Infraestructura de Mercado, denominado Depositario Central de Valores (DCVs), en el caso español Iberclear, y sus entidades participantes, denominadas usualmente custodios, es relativamente joven.

La **mayoría de los DCVs europeos se crearon en la década de los noventa** del siglo pasado, al igual que la desmaterialización, o cuando menos, la inmovilización de los títulos físicos, representados desde entonces por anotaciones en cuenta.

Al inicio de aquella ya lejana década de los noventa, el foco de atención de los reguladores y supervisores se centraba en que las nuevas infraestructuras de mercado, los DCVs,

permitieran la liquidación eficiente eliminando el riesgo de principal, mediante el cumplimiento de un principio básico denominado “entrega contra pago”; se empleara la liquidación en banco central para eliminar el riesgo de banco depositario; se asegurase lo más posible la liquidación de los efectivos, cuando la misma fuera neta y no operación a operación o bruta cumpliendo los principios básicos Lamfalussy, y se protegiera al sistema en su totalidad de un posible riesgo sistémico en caso de que se retrotrajeran o anularan liquidaciones ante posibles suspensiones o quiebras de participantes, mediante la firmeza de las liquidaciones.

Para finales de los noventa, el foco giraba hacia los procesos necesarios para afrontar **una moneda única, el euro,** en buena parte de los países de la Unión Europea y en cómo el ecosistema debería evolucionar para, por un lado permitir la efectiva instrumentación de una política monetaria única en la zona euro por parte del ECB y los bancos centrales europeos del euro, denominados Eurosistema; y por otro, evolucionar hacia un nuevo ecosistema menos fragmentado o más consolidado.

En esta etapa europea se llevaron a cabo procesos de consolidación, inicialmente en el ámbito puramente doméstico o nacional.

En España, a mediados de los noventa, contábamos con nada menos que seis DCVs, (similarmente, el Reino Unido contaba con cinco):

- la Central de Anotaciones del Banco de España, para la deuda pública,
- el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) para la renta variable negociada en el SIBE,
- Espaclear para el mercado AIAF de deuda corporativa y
- los tres SCLs locales, Barcelona, Bilbao y Valencia para la renta variable negociada exclusivamente en sus respectivas bolsas y para la deuda de la Generalitat catalana y los euzkobonos no admitidos en la Central de Anotaciones.

Seis Depositarios. Conscientes de esta anómala situación, comparada con el resto de mercados financieros europeos, **en el año 2000, entre el Banco de España y el SCLV se creó la Promotora,** como germen de lo que sería la fusión entre la Central de Anotaciones y el SCLV, que ya en 1993 había adquirido Espaclear, dando lugar a lo que hoy todos conocemos como Iberclear.

El siguiente paso en pro de la integración de nuestro sector en Europa provino de la necesidad de crear un mercado de capitales unido y fuerte tras la creación del euro a primeros de siglo XXI. Obviamente, el sector de la liquidación y custodia europea era muy diferente entre los distintos países de la Unión Europea. Suelo decir que el marco configurador de este negocio se compone de tecnología y regulación.

Con todo esto, **los dos Informes Giovannini**, el primero de 2001 que identificaba las barreras que imposibilitaban un mercado de post-contratación integrado y el de 2003 que proponía cómo eliminarlas, fueron el pistoletazo de salida de un proceso de armonización en Europa que es largo en el tiempo y arduo en esfuerzos.

El siguiente hito lo marca el año 2006, con la diferencia de dos meses. En junio de 2006 las infraestructura de mercado europeas, bolsas, contrapartidas centrales y depositarios centrales de valores, bajo el auspicio de la Comisión Europea, firmamos el denominado **Código de Conducta**, que marcó algunas de las líneas fundamentales que luego el Reglamento europeo de Depositarios Centrales de Valores (o CSDR como se conoce) desarrolló en mayor profundidad. Reglamento que se aprobó en 2014 y es una de las dos patas fundamentales en mi opinión de este sector.

La otra pata, **la Plataforma Técnica del Eurosistema, Target2 Securities (T2S**), se presentó como propuesta al mercado en julio de 2006. Como supongo ya es conocido, T2S es la plataforma de liquidación en la que los DCVs que firmamos en 2012 el Contrato Marco (T2S Framework Agreement), liquidamos nuestras instrucciones de liquidación.

Para nuestro sistema español, la integración en una plataforma de liquidación común europea, T2S, implicaba un desafío muy superior al del resto de los mercados europeos.

Como recordarán, nos quedamos en la creación de Iberclear en 2003. Desde esa fecha, en el mismo Depositario Central de Valores español, se gestionaban, en dos plataformas técnicas, dos sistemas de liquidación de valores diferentes, uno denominado CADE, para la renta fija, pública y privada; y otra para la renta variable, denominada SCL. Adicionalmente, continuábamos con los tres DCVs regionales (los SCLs autonómicos).

Conscientes de que su encaje en T2S iba a ser muy complicado, en diciembre de 2007 el Banco de España y la CNMV emitieron un informe conjunto con una serie de propuestas de reforma de nuestro sistema. En febrero de 2010 la CNMV emitió un documento a consulta con las líneas generales de la reforma y creó y presidió un Grupo de Seguimiento con las infraestructuras de mercado, participantes y asociaciones implicadas en nuestro sector para acordar los cambios necesarios a aplicar al sistema de post-contratación español, con el fin de poder integrarse en T2S.

**3. El Periodo de 2014 a 2025:**

Con esto paso a centrarme en la década (más un año) clave para nuestro sector, en Europa y muy especialmente en España, por los proyectos y cambios experimentados en estos diez años.

El año 2014 marca la **aprobación de la regulación CSDR**, la cual establece las reglas fundamentales para los Depositarios Centrales de Valores, incluyendo a los DCVs nacionales, como también, cuestión fundamental, en igual plano a los denominados DCV Internacionales (o ICSDs).

La relevancia de la CSDR, desde mi punto de vista, es que marcó las líneas fundamentales para que:

i) Los distintos (I)DCVs pudiéramos competir en los distintos servicios básicos, -liquidación, servicios de custodia y función registral o notarial -, y en los servicios

de valor añadido, sobre una reglas que permitan una competencia justa y equilibrada ("*level playing field*").

ii) Se posibilita el acceso de unas infraestructuras a otras para que dicha competencia sea factible, sobre la base técnica de una plataforma de liquidación común, T2S.

iii) Se establece un régimen de licencia del DCV con exigentes medidas de gobernanza y de gestión y control de riesgos, reflejo de la importancia que obviamente tienen los DCVs como infraestructura crítica de los mercados de valores.

iv) Se impuso el mandato a los mercados europeos de migrar a un ciclo de liquidación en D+2 desde el D+3, salvo para Alemania que ya contaba con el ese D+2.

v) Se estableció el marco regulatorio para fomentar la mejora en la eficiencia de la liquidación, con el establecimiento, entre otras medidas, de penalizaciones y, en última instancia, recompras forzosas, en los casos de fallos en la liquidación.

En lo que al sistema español se refiere, retomando el mencionado Grupo de Seguimiento de la Reforma de la post-contratación de la renta variable española, los cambios a abordar eran mayúsculos.

Nuestro sistema de Compensación, Liquidación y registro de renta variable era totalmente único en todo el mundo. Un sistema en lo básico implantado en 1992, fecha de la creación del SCLV y de la desmaterialización de las acciones españolas, cuyo eje central eran las Referencias de Registro, código de 15 dígitos que se asignaba por las bolsas de valores para las compraventas o por el SCLV para el resto de motivos de adquisición de acciones españolas.

Las RRs, como en todo el mundo se las conocían, identificaban biunívocamente saldo de acciones-titular, de tal manera que en la liquidación de una entrega de valores, no sólo había que contar con el saldo de valores en cuenta disponible, como en el resto de DCVs, sino también entregar la RR que identificaba dicho saldo. La RR era un sistema que no podía encajar en T2S.

Además, había otras grandes diferencias en nuestro sistema. Por ejemplo, que en el resto de mercados relevantes, a primeros de siglo se creó un tipo de infraestructura de post-contratación nuevo, proveniente de los mercados de derivados. Me refiero a las entidades de contrapartida central que asumen en nombre propio el riesgo de contrapartida y netean las operaciones de mercado. Por el contrario, en nuestro sistema esa función estaba imbuida en el propio DCV, Iberclear, que solicitaba colateral y neteaba como las ECPs, en nuestro caso solo la pata de efectivo, pero no asumía el riesgo de contrapartida en nombre propio (no novaba), sino que se repartía entre todos los participantes en función de su participación en la liquidación global del sistema.

Por último, otra característica exclusiva del sistema español, era el principio denominado de aseguramiento de la entrega, según el cual, el comprador que pagaba los valores comprados, recibía siempre en fecha de liquidación los valores, incluso aunque el vendedor no los hubiera entregado, lo que obligaba a Iberclear a acudir al préstamo centralizado de valores, lo cual no siempre era posible. Además, el momento de la firmeza de las operaciones se situaba en la contratación y no en la liquidación.

Y a pesar de todas estas diferencias, permítanme que recuerde que aquel sistema era muy seguro y permitía una gran trazabilidad y control para los supervisores.

Por eso lo que denominamos la Primera Reforma del sistema español de post-contratación fue tan costosa, compleja, llevó mucho tiempo, requirió un gran esfuerzo de todo el mercado y, por supuesto, implicó inversiones elevadas.

Aquella **primera reforma se implantó en mayo de 2015**. Implicó el nacimiento de nuestra ECP, BME Clearing, la desaparición de las RRs, sustituidas por la base de datos PTI, como herramienta de seguimiento de la trazabilidad y del control del sistema, la desaparición del principio de aseguramiento de la entrega y del préstamo centralizado de valores, el establecimiento de la firmeza en la liquidación, la eliminación del régimen de penalizaciones de Iberclear, en espera del régimen penalizador de la CSDR... por citar algunos de los muchos cambios que se produjeron.

Esa primera Reforma nos permitió abordar la **Segunda reforma en septiembre de 2017**, al armonizar también el sistema de liquidación de la renta fija, CADE, e integrarnos en Target2 Securities. Esto implicó por un lado que desde entonces Iberclear cuenta con una plataforma única para todo tipo de valores, denominada ARCO, cuyo módulo de liquidación con el que está informáticamente engarzado es T2S, y por otro la integración de los SCLs autonómicos y sus valores en Iberclear.

Es decir, otro paso más, y de gran calado a favor de la armonización y consolidación.

Desde aquel 2017, otros proyectos regulatorios y armonizadores han ido surgiendo en nuestra historia. En **2019 entra en vigor la Segunda Directiva de los Derechos de los Accionistas** (*Shareholders Right Directive 2,* SRD2), con el objetivo de impulsar la implicación de los accionistas en la gobernanza de las empresas, fomentando el voto en sus Juntas, y de dar transparencia a las entidades emisoras sobre sus accionistas.

Llegó el año 2020, y como todos recordamos, **la pandemia**, y ese año en términos de proyectos todos se retrasaron. En general fue un año en blanco enfocado a asegurar la operativa del día a día.

En junio de **2021 implantamos la plataforma de gestión y cobro del Impuesto de Transacciones Financieras (ITF**), a la que nos hemos opuesto desde BME, como saben, porque frena y desincentiva la inversión en valores españoles.

Febrero de **2022 marcó el inicio de la Disciplina de la Liquidación** establecida en la CSDR. Entre otras cuestiones, implicó el establecimiento de un régimen penalizador para los participantes en los DCVs que no entregan los valores en su fecha valor.

La implantación de esta disciplina y las penalizaciones que conllevaba eran otro desafío para nuestro mercado. Antes de su entrada en vigor, la eficiencia de liquidación en nuestro mercado en términos de número de instrucciones se situaba de media en cinco puntos porcentuales por debajo de la media de T2S, si bien en términos de efectivos liquidados la diferencia con la media de T2S era mucho menor y más variable dependiendo de los días. Esta circunstancia la achacábamos al sistema de liquidación más exigente en nuestro mercado como consecuencia del PTI, entre otros aspectos.

Pues bien, tras dos años de la entrada de la eficiencia en la liquidación, el mercado español ha mejorado en casi seis puntos porcentuales la liquidación de instrucciones, de tal manera que ahora gran parte de los días estamos por encima de la media de T2S, al igual que en términos de efectivo.

Retomo en este punto del viaje a los proyectos regulatorios europeos. Tras la implantación de la Disciplina de la Liquidación en febrero de 2022, en junio del mismo año se implantó el proyecto de consolidación de distintos servicios TARGET del Eurosistema en la plataforma de T2S, de tal manera que en la misma, desde entonces, se procesan los pagos al por mayor (TARGET2), los pagos instantáneos (TIPS) y T2S, englobados en el nombre comercial genérico TARGET SERVICES.

En enero de 2024, se ha puesto en marcha por el BCE y el banco central de Bélgica, un nuevo servicio, el denominado **European Issuance Service (EIS)** para posibilitar registrar centralmente los bonos emitidos por la Comisión Europea, Next Generation, lo cual ha implicado que Iberclear abriera enlace con dicho banco central belga.

Por último, y tras el retraso anunciado por el BCE, estamos embarcados en otro proyecto del Eurosistema, el denominado ***European Collateral Management System*** (**ECMS**), por el cual se integrará en la misma plataforma la operativa de política monetaria y de gestión de sus colaterales. Este proyecto está sufriendo retrasos (tres por el momento). El último ha trasladado la implantación prevista desde abril a noviembre de este mismo año.

Además, esta implantación lleva aparejada otro avance significativo en la armonización europea con el Denominado **SCoRE** (***Single Collateral Management Rulebook for Europe***) que nos obliga a los DCVs a estandarizar más aspectos, entre otros, de eventos corporativos. DORA (*Operational Resilience Act*), que entrará en vigor en enero de 2025, exige del sector financiero europeo que sea capaz de resistir a disrupciones operacionales severas y es otro proyecto regulatorio europeo que nos está exigiendo tiempo y esfuerzos para asegurarnos su cumplimiento.

En lo que respecta a España, en este mismo año hemos implantado la nueva plataforma para el Impuesto de Transacciones Financieras, para acomodar la gestión y cobro del impuesto a su cesión a las Diputaciones Vascas y a Navarra.

Y con ello llego al último de los grandes proyectos de **reforma del mercado español de post-contratación, la denominada Reforma-3.**

La Reforma de mayo 2015 fue un cambio abismal de nuestro sistema de liquidación de la renta variable española. Sin embargo, no fue un paso definitivo en términos de total homologación a los estándares europeos. El PTI, la liquidación especial de Intermediario Financiero, entre otros aspectos, son procesos inexistente en otros países.

Con la consulta pública en mayo de 2020 de una nueva reforma de la Ley del Mercado de Valores se dio el pistoletazo de salida para la Reforma-3. Tras numerosos trabajos con toda nuestra comunidad, se llegó a los acuerdos necesarios para que la eliminación del PTI se acompañe de toda una batería de cambios técnicos y normativos que darán lugar a un nuevo sistema de liquidación y registro, totalmente armonizado con los que están en vigor en el resto de Europa.

Una vez más, el mercado español está dando prueba de su eficacia y compromiso en pro de la necesaria armonización de la post-contratación europea. Esta nueva Reforma, una vez aprobada en 2023 la nueva Ley del Mercado de Valores, tiene que ser implantada antes del 17 de marzo de 2025, en concreto el 10 de marzo.

Una vez implantados los cambios, el PTI y el modelo especial de liquidación de Intermediario financiero desaparecerán, los campos de case de instrucciones de liquidación se armonizarán, la tenencia de valores a través de una cadena de custodia se reconocerá legalmente por la propia Ley, y la información de accionistas diaria y puntual se garantizará legalmente, por mencionar los cambios más relevantes.

Concluyo aquí la parte dedicada al pasado, el presente y casi futuro de nuestro sector en Europa y en España. No puedo por menos que, en primer lugar agradecer a todos los intervinientes, participantes, emisores, reguladores y supervisores, su contribución a favor de este largo viaje de más de una década. Por otro lado, quiero poner todo el énfasis posible en el gran esfuerzo que nuestro sector ha realizado durante este periodo a favor de nuestra homologación total con los estándares europeos.

## 4. El Futuro de la Custodia.

En este apartado, sin duda el más difícil, me voy a centrar en tres aspectos:

i. D+1 en Europa
ii. La digitalización
iii. La integración europea

### *i. D+1 en Europa*

Quizá influenciado por mi reciente participación en el seminario Eurofi que tuvo lugar en Gante hace dos semanas, creo que el futuro de nuestro sector estará determinado por la Unión de los Mercados de Capitales de la Unión Europea y la posibilidad de ganar competitividad con respecto a otros mercados financieros como los de Estados Unidos y los

asiáticos. Creo que incluso más que por la competencia entre el Reino Unido y la Unión Europea.

Bajo el foco de atención de las discusiones actuales está la migración a D+1 en Europa. En mi opinión, este tema que debería discutirse como una cuestión de coste-beneficio para la industria de valores europea, se está configurando como una cuestión política de competencia con los mercados norteamericanos que migrarán a D+1 a finales de mayo.

En BME, al inicio de estas discusiones, establecimos unos principios marco que hemos defendido desde entonces, y que creo que muchos de los cuales se han asumido también por la mayoría de otros intervinientes en nuestro mercado europeo. En primer lugar, dejamos clara nuestra neutralidad como infraestructura de mercado sobre la decisión de migrar o no a D+1.

Abogamos, en todo caso por una consulta amplia con la participación de todos los actores del mercado y por un análisis del coste-beneficio de esta migración. A estas alturas, la Comisión Europea ha dejado muy claro que, a pesar de que este estudio se está realizando por la ESMA basada en un "*Call for Evidence*" pública, la cuestión no es "si" se migra, sino "cuándo y cómo".

Puestas así las cosas, estamos en que el "cómo" debería de estar basado en un trabajo de diseño y organización del mercado en su totalidad y con las pruebas necesarias con suficiente antelación de los cambios necesarios para esta migración. Además, y de manera muy relevante, es fundamental que los tres mercados financieros más importantes de Europa migren a la vez, es decir, Reino Unido, Suiza y la Unión Europea.

Sobre el "cuándo", yo diría que con el suficiente tiempo para diseñar, preparar y probar bien los cambios necesarios, además de acomodar este nuevo proyecto regulatorio en otros proyectos actuales y posibles en el futuro, lo que a priori nos llevaría a pensar en el entorno de 2027, según muchos participantes han expresado.

En los últimos días he observado también en ciertas conversaciones, e incluso artículos, que se empieza a plantear que, si se trata de ganar en competencia, porqué Europa no pasa del D+2 actual a D+0, adelantando a Estados Unidos. O incluso pasar a la liquidación atómica.

En mi opinión, con la tecnología actual en la que las anotaciones en cuenta está basada, no veo factible en este momento plantear pasar a liquidar en D+0.

Por otro lado, si se aboga por la liquidación atómica, estamos hablando de un nuevo ecosistema, basado en DLT, donde el mismo concepto de ciclo de liquidación (es decir los días que transcurren entre negociación y liquidación), desparece porque la negociación y la liquidación son dos actos ejecutados en el mismo momento.

Ni siquiera es liquidación en tiempo real, porque en ella entre la negociación y la liquidación hay un espacio temporal, aunque sean segundos. En la liquidación atómica no existe ese espacio temporal, las dos se ejecutan exactamente en el mismo momento en la tecnología DLT. Suelo poner el ejemplo de que la liquidación atómica en DLT implica que la negociación

y liquidación son las dos caras de la misma moneda. No puedes separar la cara de la cruz, sin que deje de existir la moneda.

Y como explicaré más adelante, el cambio a DLT llevará mucho más tiempo que el de la migración a D+1.

*ii. La digitalización en nuestro sector*

Desde el punto de vista de las nuevas tecnologías, el futuro sin duda es excitante. Las nuevas tecnologías, el proceso de digitalización, nos está trayendo poco a poco avances que hace unos años nos hubieran parecido de ciencia ficción. Quizás no nos demos cuenta de que estamos inmersos en una profunda revolución, llamémosla digital, precisamente porque estamos inmersos en ella.

Obviamente no soy un experto en estos temas, pero desde mi punto de vista, esta revolución tiene mucho que ver con cómo accedemos, procesamos, almacenamos y protegemos información. Y por supuesto, cómo la consumimos o utilizamos.

Aplicado a nuestro sector, el proceso de digitalización ya produce avances relevantes: el almacenamiento de cantidades ingentes de información (BIG DATA) y su procesamiento (DATA ANALYTICS), el almacenamiento barato y más accesible de ingentes volúmenes de información accesibles desde distintos dispositivos y aplicativos, desde distintas localizaciones (CLOUD), la facilidad con que los usuarios pueden acceder a los distintos aplicativos (APIs), procesos de automatización de tareas administrativas repetitivas (ROBOTICS)..., por citar algunas facetas de las nuevas tecnologías que en mayor o menor medida ya se están implantando en nuestra industria.

En estos momentos estamos empezando a definir y experimentar con casos de uso otras posibilidades que las nuevas tecnologías nos traen. Una, la inteligencia artificial (AI) ya ha sido objeto de análisis hoy.

La otra, la de los Registros Distribuidos o DLT están también en plena fase de experimentación y en algunos casos de uso en real, aunque si bien es cierto que con un alcance limitado, como por ejemplo la emisión de un Bono Digital tokenizado en producción, que en Iberclear realizamos en la segunda mitad del año 2022, con el Banco Iberoamericano de Desarrollo como emisor y el BBVA y Citibank como participantes.

Para el año 2024, estamos inmersos en una prueba propuesta por el Eurosistema, en la cual testaremos, con la colaboración de las entidades participantes, la vida de un bono digital nativo, con liquidación contra pago en dinero de banco central digital al por mayor (*wholesale Central Bank Digital Currency, wCBDC*).

En Grupo SIX, al que pertenece BME, hemos apostado por un futuro de nuestro sector basado en DLT. SIX Digital Exchange (SDX) es la primera plataforma de negociación y a la vez DCV, ambos en DLT, autorizada por el supervisor suizo (FINMA).

Transformar el ecosistema de post-contratación basado en la actual tecnología, a un ecosistema basado en tecnología de registros distribuidos, DLT, es una revolución para nuestra industria, y así la catalogo sin ningún género de duda.

Desde mi punto de vista, DLT es el futuro. Sin embargo, su implantación total es a largo plazo. A corto, pienso que irán emitiéndose activos financiero que, o bien se tokenizarán en DLT, o bien nacerán del todo nativos DLT, como también surgirán nuevos activos nativos en DLT, sin representación física o en anotaciones en cuenta como en la actualidad.

El siguiente paso será, en mi opinión, emisores e inversores que opten por la emisión y la inversión en activos financieros hoy existentes en anotaciones en cuenta, y en el futuro nativos en DLT. Probablemente, los productos estructurados y algunos instrumentos de renta fija corporativa sean los que más posibilidades tengan de implantación en el nuevo ecosistema.

El resto de emisores de renta fija, corporativa y pública, pueden ir migrando al nuevo ecosistema en DLT en la medida en que este nuevo ecosistema demuestre su seguridad, interconectividad, eficiencia y gane en escala.

Por último, la renta variable. Sinceramente, me resulta muy difícil de vislumbrar este movimiento para los mercados de acciones. Quizá el tamaño, dimensión, participación, tanto de inversores institucionales, como también de inversores retail, y la eficiencia conseguida con las contrapartidas centrales y su proceso de novación y neteo me impiden ver con más claridad esta posibilidad, o quizá sea simplemente que esa parte del camino vaya ya más allá de mi horizonte profesional.

En definitiva, veo que los dos ecosistemas, el de las anotaciones en cuenta y el del DLT (no empleo la palabra “digital” porque me parece que es minusvalorar el sistema actual) en mi modesta opinión irán muchos años casi en paralelo. Y digo casi, porque no veo dos caminos paralelos sino convergentes en el largo plazo, en donde llegará un punto en el que la ruta en DLT sea el único camino hacia el futuro.

Hasta entonces, creo que es bueno conectar ambos ecosistemas, como hemos hecho en SIX, enlazando SIS, el depositario suizo con SDX y a la vez SIS con Iberclear.

Creo que también es importante fomentar la estandarización y la conexión de las distintas plataformas en DLT que van surgiendo. Y creo fundamental preservar el papel actual de las infraestructuras de mercado como garantes y valedoras de la seguridad y fiabilidad del ecosistema, que tras casi cuatro décadas tan convulsas como las últimas que hemos vivido, han más que justificado su razón de ser.

*iii. Integración europea*

Otra cuestión importante y clave para los mercados de capitales, es la de la integración europea.

Si el espejo al que nos queremos mirar es al mercado estadounidense, habría que recordar lo obvio. Europa, ni siquiera la Unión Europea, es una única nación, no tenemos un mismo marco jurídico, ni un mismo idioma y tenemos distintas monedas, supervisores, reguladores, el marco fiscal es competencia de los Estados Miembros y es muy diferente entre unos y otros, etc.

Hemos avanzado mucho en estas décadas pero aún nos queda camino para avanzar. Hace diez años que se creó la Capital Markets Union y quedan muchas iniciativas por implementar para crear un verdadero mercado único. Sin duda el Brexit ha sido un paso atrás y el marco europeo ahora es más complejo.

En el ámbito de las infraestructuras de *post-trade* hay que recordar que en Europa entre los cinco mayores grupos de CSDs: Euroclear, Clearstream, Nasdaq Europe, Euronext CSDs y por supuesto SIX, la concentración de la liquidación y la custodia en Europa alcanza más del 95%. Concentarse más produciría un debate sobre la competencia del sector.

Desde mi punto de vista, la fragmentación se soluciona con la integración tecnológica y ésta es precisamente el objetivo de la CSDR, ahora la nueva CSDR REFIT, de TARGET2 Securities y de todos los procesos de armonización y estandarización que antes he mencionado.

Pero también creo que Bruselas debería ser más autocrítica y meditar si la presión regulatoria y en muchos casos la eficiencia de esa regulación frente a la de Estados Unidos no son también una buena parte de la razón que explica esta pérdida de competitividad.

Y si en Europa existe esta preocupación, qué decir si nos detenemos y vemos la situación del mercado financiero español en términos de competitividad frente al resto de los mercados europeos. Recomiendo encarecidamente la lectura sosegada del “Libro Blanco de BME”, recientemente presentado en público, para darnos cuenta de la evolución de nuestro mercado financiero durante los últimos quince años. Las posibles causas y las posibles soluciones están planteadas en este interesante documento que esperemos no se quede solo en este papel.

Confío y deseo que nuestro sector, tantas veces llamado la fontanería de los mercados de valores, continúe por esta senda de modernización y armonización que he tratado de explicarles. Pero también será fundamental que el edificio, los mercados de valores, del cual somos las tuberías, se renueve y atraiga a más inversores e inquilinos.

Muchas gracias por su atención.

Este material ha sido preparado por Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros S. A. (BME) y/o sus filiales (en conjunto, "BME") para el uso exclusivo de las personas a las que BME entrega este material. Este material o cualquiera de sus contenidos no debe interpretarse como un acuerdo vinculante, una recomendación, un consejo de inversión, solicitud, invitación u oferta de compra o venta de información financiera, productos, soluciones o servicios. Dicha información tampoco es un reflejo de posiciones (propias o de terceros) en firme de los intervinientes en el Mercado de Valores Español. BME no tiene ninguna obligación de actualizar, revisar o mantener al día el contenido de este material, y estará sujeto a cambios sin previo aviso en cualquier momento. Ninguna representación, garantía o compromiso -expreso o implícito- es compromiso -expreso o implícito- es o será dado por BME en cuanto a la exactitud, integridad, suficiencia, idoneidad o fiabilidad del contenido de este material.

Al reflejar opiniones teóricas, su contenido es meramente informativo y por tanto no debe ser utilizado para valoración de carteras o patrimonios, ni servir de base para recomendaciones de inversión. Ni las Entidades contribuidoras, ni Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros S.A.(BME) ni de ninguna de sus filiales, serán responsables de ninguna pérdida financiera, ni decisión tomada sobre la base de la información contenida en este material. En general, Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros S. A. (BME) ni ninguna de sus filiales, ni las Entidades contribuidoras, sus administradores, representantes, asociados, sociedades controladas, directores, socios, empleados o asesores asumen responsabilidad alguna en relación con dicha información, ni de cualquier uso no autorizado del mismo.

Este material es propiedad de BME y no puede ser impreso, copiado, reproducido, publicado, transmitido, divulgado o distribuido de ninguna forma sin el consentimiento previo por escrito de BME.

2023 Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros S. A. Todos los derechos reservados.

**BME**
Plaza de la Lealtad,1
Palacio de la Bolsa
28014 Madrid
www.bolsasymercados.es