

La Unión de Ahorros e Inversiones:

una oportunidad
para racionalizar y simplificar
la regulación de los servicios
financieros.

ISBN: 978-84-09-62245-0
Edita: Instituto Español de Analistas
Imprime: Reimpventa

Índice

Presentación	4
1. Alcance del informe y sistemática	9
2. De la escasez a la abundancia de regulación en la Unión Europea	13
2.1. Cuando el problema era la ausencia de regulación financiera en Europa (1993-2007)	14
2.2. La crisis financiera de 2008 como hito que desata una actividad regulatoria imparable (2008-2019)	16
2.3. Superada la crisis financiera, la regulación no ha cesado (2020-2024)	19
2.4. Año 2025: la regulación sigue avanzando, pero irrumpen los informes Letta y Draghi y la búsqueda de la competitividad	21
3. Recomendaciones	25
3.1. Medidas tendentes a racionalizar y simplificar la regulación existente	26
3.2. Medidas para racionalizar la producción normativa en el futuro	35
3.3. Gestionar la transición: una pausa regulatoria	41
Anexos	43
Documentos de trabajo de la Fundación del Instituto Español de Analistas	57
Entidades Colaboradoras de la Fundación del Instituto Español de Analistas	60



INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN

La Unión de Ahorros e Inversiones:
una oportunidad para racionalizar y simplificar
la regulación de los servicios financieros.



Presentación



Presentación

El ecosistema regulatorio europeo en materia financiera ha alcanzado una encrucijada. Durante más de tres décadas, la Unión Europea ha construido un entramado normativo robusto, orientado a garantizar la estabilidad del sistema financiero, fortalecer la protección de los inversores, y asegurar la integridad de los mercados. Este esfuerzo ha sido decisivo para superar momentos críticos, como la crisis financiera de 2008 o el reciente shock provocado por la pandemia de COVID-19. Sin embargo, el volumen, la complejidad y la velocidad de producción normativa han generado una realidad que exige una revisión serena pero firme de los instrumentos legislativos y de supervisión actualmente en vigor.

En este contexto, los trabajos que aquí se presentan –el informe principal y sus anexos– ofrecen una contribución valiosa al debate en torno a la necesidad de racionalizar y simplificar el marco regulatorio de los servicios financieros en Europa. Se trata de una iniciativa que se enmarca en los objetivos estratégicos de la Unión de Ahorros e Inversiones (SIU), concebida por la Comisión Europea como un nuevo impulso para la integración del mercado único financiero y el fortalecimiento de la competitividad europea.

El informe central propone un recorrido histórico que contextualiza la evolución normativa desde el Tratado de Maastricht hasta la actualidad, pasando por el plan de acción para los servicios financieros, el proceso

Lamfalussy, la crisis de 2008, la creación de la Unión Bancaria y la Unión de los Mercados de Capitales, así como los efectos multiplicadores de la legislación en sostenibilidad y digitalización. Este análisis permite identificar con precisión cómo el sistema, nacido para suplir una carencia de normas, ha derivado en un exceso normativo que, lejos de aumentar la eficiencia, ha generado importantes cargas operativas, costes desproporcionados y, en ocasiones, una pérdida de claridad jurídica y funcional.

En ese sentido, las autoras no abogan por una desregulación, sino por una regulación más estratégica, coherente y proporcionada. Se formulan propuestas concretas para abordar esta transformación: desde la creación de un grupo de expertos en simplificación normativa financiera, hasta la codificación sistemática de normas, pasando por la reforma del proceso Lamfalussy, la revisión crítica de las cláusulas de revisión automática, y la necesidad de impulsar una participación ciudadana más efectiva en la creación de normas que afectan, directa o indirectamente, a millones de europeos.

El anexo dedicado a la normativa MiFID constituye una ilustración paradigmática de los desafíos actuales. La sucesión de modificaciones profundas, la proliferación de normas de niveles 2 y 3, y el coste económico asociado a su implementación –que asciende a miles de millones de euros– ponen de manifiesto la urgencia de replantear el modo en que se legisla, se desarrolla y se interpreta la normativa financiera. La experiencia MiFID revela una verdad incómoda: la buena intención regulatoria no siempre se traduce en buenos resultados regulatorios.

El segundo anexo, con el resumen de recomendaciones prácticas, ofrece una hoja de ruta operativa que puede servir de guía para las instituciones europeas, nacionales y sectoriales. En él se destacan medidas para adaptar la normativa a la realidad de las entidades de menor tamaño, clarificar el lenguaje jurídico y técnico, establecer sistemas más eficaces de evaluación de impacto y, sobre todo, evitar que la producción normativa se convierta en un fin en sí mismo, desconectado de los objetivos estratégicos que debería servir.

En suma, este conjunto de trabajos constituye un ejercicio de reflexión normativa necesario, oportuno y profundamente comprometido con el interés general europeo. Las autoras no se limitan a diagnosticar un pro-

blema, sino que ofrecen soluciones estructurales que, de ser asumidas por las instituciones competentes, permitirían avanzar hacia un entorno normativo más inteligente, menos oneroso y más adaptado a los desafíos del siglo XXI: la digitalización, la transición verde, la innovación financiera y, sobre todo, la recuperación de la confianza de los ciudadanos en las instituciones europeas.

La Unión de Ahorros e Inversiones, más que un proyecto económico, es una invitación política y técnica a rediseñar la arquitectura financiera de la UE con una visión estratégica de largo plazo. La simplificación normativa, en este contexto, no es una opción accesorio: es una condición necesaria para el éxito del proyecto europeo en materia financiera. Esperamos que este trabajo contribuya a ese objetivo común.

Lola Solana

Presidenta del Instituto Español de Analistas

Abreviaturas utilizadas

ABE: Autoridad Bancaria Europea (v. EBA)

AES: autoridades europeas de supervisión (v. ESA)

AESPJ: Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (v. EIOPA)

AEVM: Autoridad Europea de Valores y Mercados (v. ESMA)

AML/CTF: anti-money laundering and countering the financing of terrorism (v. PBCyFT)

AMLA: Anti-Money Laundering Authority

BCE: Banco Central Europeo

CEPD: Comité Europeo de Protección de Datos

CMU: Capital Markets Union (v. UMC)

EBA: European Banking Authority (v. ABE)

EIM: Estrategia de Inversión Minorista (v. RIS)

EIOPA: European Insurance and Occupational Pensions Authority (v. EIOPA)

ESA: european supervisory authorities (v. AES)

ESMA: European Securities and Markets Authority (v. AEVM)

ESRB: European Systemic Risk Board (v. JERS)

JERS: Junta Europea de Riesgo Sistémico (v. ESRB)

OTC: over the counter

PASF: plan de acción para los servicios financieros.

PBCyFT: prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo (v. AML/CTF)

RIS: Retail Investment Strategy (v. EIM)

SIU: Savings and Investments Union (v. UAI)

TJUE: Tribunal de Justicia de la Unión Europea

UAI: Unión de Ahorros e Inversiones (v. SIU)

UE: Unión Europea

UMC: Unión de los Mercados de Capitales (v. CMU)



INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN



La Unión de Ahorros e Inversiones:
una oportunidad para racionalizar y simplificar
la regulación de los servicios financieros.

Alcance del informe y sistemática



1. Alcance del informe y sistemática

Este informe propone, en el contexto de las iniciativas de la Comisión Europea de la Brújula de la Competitividad y la Unión de Ahorros e Inversiones (UAI o SIU, de Savings and Investments Union), **un conjunto de medidas para racionalizar y simplificar la regulación europea que afecta a los servicios financieros.**

Un marco **regulatorio sólido y coherente** ha sido un pilar fundamental para dotar al sistema financiero de la Unión Europea de estabilidad, resiliencia y credibilidad, especialmente en contextos de volatilidad o tensión. La arquitectura regulatoria europea –basada en principios prudenciales comunes, armonización de estándares de conducta y supervisión coordinada– ha permitido fortalecer la solvencia de las entidades, mejorar la gestión de riesgos y reforzar la confianza de los inversores y depositantes. Este sistema regulatorio ha consolidado la UE como un espacio económico seguro y predecible.

Pese a estos logros, las propuestas de la Brújula de la Competitividad y la SIU obedecen a que el nivel de carga regulatoria alcanzado en los últimos años está erosionando la competitividad de los mercados de capitales en la UE¹,

1 No es la finalidad de este informe poner de manifiesto los perjuicios que la carga de regulación sobre el sector financiero genera, ya que su efecto negativo lo han recogido los informes Letta y Draghi que citamos. Pese a ello, aun de forma muy somera, no pueden dejarse de hacer algunos comentarios generales al respecto:

- Costes innecesarios en los esfuerzos de adaptación por las entidades financieras: además, de, como se verá en este estudio, contar con un acervo de más de 600 directivas y reglamentos, muchas normas clave como MiFID-MiFIR o CRD se modifican en cortos períodos de

a la vista de los informes Letta² y Draghi³ y de las recomendaciones de la ESMA⁴, que abogan por simplificar y racionalizar la regulación. En concreto, el informe Letta indica que la presión regulatoria deteriora el Mercado Único, que es uno de los fines de la propia UE.

La simplificación en estos informes se predica especialmente para las pymes, pero estas no deben ser las únicas beneficiadas por esta iniciativa de simplificación y mejora de la regulación, sino también, y muy especialmente, las entidades financieras. Sin un sector financiero competitivo como canalizador de la financiación y operador de los mercados de valores, difícilmente se conseguirá que las pymes europeas ganen en competitividad por sí solas.

El presente informe no aboga con carácter general por la desregulación⁵, sino que propone una serie de medidas para dosificar la ingente producción normativa de los últimos años y la que se está proponiendo en

tiempo con notables costes de adaptación para las entidades, como muestra el anexo 1 de este trabajo.

- Falta de innovación y concentración: cuanto más se regula un proveedor, un producto o servicio, más se limita la capacidad de innovar sobre estos. Cuanto más se restringen las formas de cumplir, más se reduce la competitividad entre empresas, más se homogeneizan los modelos de negocio y, por ende, más aumenta la concentración, lo que tiene efectos negativos (menos innovación, poca capacidad de elección para los clientes o consumidores, concentración de riesgos, etc.).

- Estructuras de cumplimiento y costes operativos excesivos: un entramado regulatorio vasto, complejo y difícil de cumplir técnicamente como el actual ha requerido un incremento desmesurado de personas para implantar la regulación y cumplir las obligaciones de reporting.

2 Ver en <https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf>.

3 Ver en https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en.

4 En mayo de 2024, la ESMA publicó un documento titulado "Building more effective and attractive capital markets in the EU" ("Construir mercados de capitales más eficaces y atractivos en la UE"), que incluye 20 recomendaciones destinadas a fortalecer los mercados de capitales y a atender las necesidades de los ciudadanos y empresas de la Unión Europea. Disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-05/ESMA24-450544452-2130_Position_paper_Building_more_effective_and_attractive_capital_markets_in_the_EU.pdf.

5 Respecto a ciertos ámbitos y en opinión de las autoras, podría valorarse una simplificación que pasara por la desregulación de ciertos asuntos que no afectan a la estabilidad financiera ni a la protección de los clientes minoristas, pero esta sería objeto de análisis en un estudio específico.

la búsqueda de la competitividad, para lograr que la regulación sea más estratégica, simple y asumible por los sujetos obligados.

Para ello, primero recorreremos los principales acontecimientos que han marcado la regulación de los servicios financieros desde el año 1993, con el Tratado de Maastricht, hasta ahora, pasando por la crisis financiera, que supuso el pistoletazo de salida para la ingente producción normativa, y terminando con la actual avalancha regulatoria, que persiste, en este caso, motivada por la búsqueda de la competitividad. Tras este itinerario histórico, formulamos unas sugerencias o recomendaciones centradas en la producción regulatoria, entre las que resaltamos la propuesta de ajustes en el **«proceso Lamfalussy»** que debería recalibrarse, dado que genera excesiva complejidad y carga regulatoria, y ya se superó el contexto para el que se creó. También la necesidad de contar con **calendarios normativos claros, normas más simples** (sugiriéndose la fusión de algunas normas como las de conducta) y una **pausa regulatoria y de reporting y obligaciones formales** para que las entidades puedan adaptarse a las nuevas normas derivadas de la simplificación y competitividad.





INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN



La Unión de Ahorros e Inversiones:
una oportunidad para racionalizar y simplificar
la regulación de los servicios financieros.

De la escasez a la abundancia de regulación en la Unión Europea



finReg360

2. De la escasez a la abundancia de regulación en la Unión Europea

2.1. CUANDO EL PROBLEMA ERA LA AUSENCIA DE REGULACIÓN FINANCIERA EN EUROPA (1993-2007)

Entre 1993 y 2007, el problema de la UE era el contrario del que tenemos ahora: la escasez de regulación.

En 1993 entró en vigor el Tratado de Maastricht, que allanó el camino para la creación del euro como moneda única europea. No había entonces en la UE más de una **decena de normas del ámbito de los mercados de valores, banca y seguros**.

En ese contexto, en mayo de 1999, se da el primer impulso relevante a la agenda reguladora financiera en la UE. La Comisión Europea publicó un plan de acción para los servicios financieros (PASF)⁶ que incluía 42 medidas legislativas y no legislativas que debían completarse antes de 2004.

En julio de 2000, para promulgar las medidas legislativas previstas en el PASF, el Consejo creó el comité de sabios sobre la regulación de los mercados europeos de valores mobiliarios⁷, dirigido por Alexandre Lamfalussy. El informe final de este comité señalaba que el marco para la pro-

6 Comunicación de la Comisión, de 11 de mayo de 1999, sobre la «Aplicación del marco de acción para los servicios financieros: Plan de acción». [COM (1999) 232 final].

7 "Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, European Union's Economic and Finance Ministers (ECOFIN)", 17-7-2000.

ducción legislativa de la UE era «demasiado lento (la media de aprobación de una directiva era de 10 años), rígido, complejo y poco adaptado al ritmo de cambio de los mercados financieros mundiales».

Así, en el año 2000, faltaba regulación para lograr el mercado único de servicios financieros y esta tenía que promulgarse de forma más rápida. Para agilizar la producción normativa, el **proceso Lamfalussy** (como terminó conociéndose la propuesta de producción legislativa) diseñó cuatro niveles, cada uno de ellos centrado en un estadio específico de la creación e implantación de la legislación financiera, que ayudaran a avanzar más rápido en la aprobación de las normas.

El primer nivel lo componen directivas y reglamentos del Parlamento Europeo y del Consejo, que recogen los asuntos más relevantes de la regulación. El segundo nivel está formado por las directivas y reglamentos de desarrollo emitidos por la Comisión Europea. El tercero lo componen las guías y recomendaciones de los entonces comités europeos de supervisión (CERS para valores, CEPS para banca y CEIPS para seguros, hoy las actuales autoridades de valores, banca y seguros: ESMA, EBA y EIOPA) para lograr unas prácticas de supervisión consistentes y asegurar la aplicación uniforme de las normas la UE. El cuarto nivel tiene por objetivo verificar el cumplimiento consistente de la legislación de la UE.

Este es el proceso que se utiliza en la Unión desde el año 2000 para el desarrollo legislativo de los servicios financieros (primero se puso en marcha para valores y después se extendió a banca y seguros). Y podemos afirmar que ha cumplido su objetivo de lograr que se regulara más, y más rápido, como exponemos en los apartados siguientes.

Producto del plan de acción y del proceso Lamfalussy citados, llegamos al año 2007, justo antes de la crisis financiera, **con más de 30 directivas y reglamentos** aprobados sobre los servicios financieros en apenas 7 años.

Así, de la decena de normas de la década anterior, se pasó a más de 30 en pocos años. Esta producción normativa, que entonces parecía tan intensa, fue ya criticada y los participantes del sector financiero comenzaron a pedir una «pausa regulatoria».

Pero entonces llegó la crisis financiera.

2.2. LA CRISIS FINANCIERA DE 2008 COMO HITO QUE DESATA UNA ACTIVIDAD REGULATORIA IMPARABLE (2008-2019)

El segundo y definitivo impulso que recibió la maquinaria regulatoria europea lo originó la crisis financiera de 2008.

En ese momento, la crisis pone de manifiesto en todo el mundo que era necesario reforzar tanto la solvencia de los bancos, sus sistemas de gobernanza y su marco de resolución como los modelos de venta de ciertos productos por las entidades financieras, y también regular actividades que, aunque no habían causado la crisis, se entendían de riesgo, como los derivados OTC.

Y, ante estos problemas y retos globales, la UE intensificó el mecanismo de producción de normativa que ya estaba engrasada con el PASF y el proceso Lamfalussy.

En la década 2008-2019, para hacer frente a los efectos de la crisis financiera y prevenir futuras crisis, se **promulgaron más de 30 medidas legislativas de nivel 1 y más de 300 de los niveles 2 y 3**.

Este paquete normativo no es solo muy voluminoso, sino que los niveles 2 y 3 comienzan a incorporar una complejidad innecesaria o no buscada, a generar duplicidades, y, frente a esta avalancha normativa europea, se generan a su vez reacciones proteccionistas de los países que se concretan en *gold plating*⁸ nacional. Así, por ejemplo, es frecuente que junto con las guías y Q&A europeas de nivel 3 se publiquen los mismos documentos por parte de la CNMV en España, creando más complejidad y dificultando el *level playing field*.

Consecuencia de la crisis financiera y de la abundante regulación europea que se promulga producto de ella, nace, primero en el ámbito banca-

⁸ Gold plating es la práctica con la que un país añade capas adicionales de regulación o requisitos más exigentes al adaptar una norma europea a su legislación nacional, yendo más allá del mínimo requerido por la UE.

rio, el concepto de «código normativo único», para armonizar la regulación en toda la UE y asegurar la aplicación coherente de Basilea III, compuesta por **más de 200 medidas de niveles 2 y 3** de aplicación de la directiva y del reglamento de requerimientos de capital para el sector bancario.

También en el ámbito bancario, se decide en 2012 crear un supervisor único, se asignan al BCE competencias de supervisión y se acuña la noción de Unión Bancaria, que empieza a desarrollarse en el 2014. Al año siguiente, en 2015, se pone en marcha el Mecanismo Único de Resolución (Single Resolution Mechanism, SRM), junto con el Single Resolution Board (SRB) como autoridad central de resolución en la eurozona.

En año 2015, también se lanzó la **Unión de los Mercados de Capitales** (UMC o CMU en siglas inglesas), que consiste en un conjunto de medidas para impulsar los mercados de valores europeos frente a la excesiva exposición de las pymes a la financiación bancaria, pero que no planteaba una autoridad o supervisor único. A pesar de ello, aunque la ESMA no sea equivalente al BCE, sí cuenta con un código normativo único.

Según un estudio encargado por la propia Comisión Europea titulado «Estudio sobre el coste de *compliance* para el sector financiero»⁹ y publicado en 2019:

Al observar las estimaciones de costes reportadas en el estudio de 2009 y compararlas con las del presente estudio –en los casos en los que dicha comparación es posible– la evolución de los costes de cumplimiento en el sector financiero desde 2008 parece estar marcada por un incremento considerable.

Por ejemplo, de media y en términos absolutos, los bancos de inversión vieron aumentar sus costes únicos (one-off) de algo menos de 21 millones de euros a 151 millones de euros, lo que supone un incremento del 620%, mientras que sus costes recurrentes pasaron de 2,8 millones de euros a 128 millones de euros, un valor 46 veces superior.

Los bancos y conglomerados financieros, así como las gestoras de activos, también experimentaron un aumento considerable, no solo en sus costes únicos, sino especialmente en sus costes continuados

⁹ El informe está disponible en <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/4b62e682-4e0f-11ea-aece-01aa75ed71a1>.

(de 5 millones de euros a 43 millones para los bancos y conglomerados financieros, y de 1,6 millones a 32 millones de euros para las gestoras de activos).

De esta época procede especialmente el **paquete normativo MiFID II-MiFIR** que, además de la directiva y del reglamento, de nivel 1, lo componen **60 directivas y reglamentos de desarrollo de nivel 2**. A estos hay que sumar más de **40 guías, directrices y opiniones varias de nivel 3 y un extenso conjunto de preguntas y respuestas (Q&A)**. En total, se estima que este paquete normativo comprende unas **30.000 páginas**¹⁰.

MiFID II-MiFIR es, como pone de manifiesto el citado estudio de la Comisión Europea, **la norma que ha supuesto mayor esfuerzo y coste de implementación a las entidades financieras en los últimos años**. Pese a lo costoso de su implementación, es un claro ejemplo de **norma que ha sufrido modificaciones constantemente** que han tirado por tierra los esfuerzos de adaptación de las entidades.

Según la Comisión Europea, los costes totales únicos (*one-off*) estimados de implementar MiFID II-MiFIR fueron de **6.100 millones de euros**, y los costes anuales continuos (*on going*) alcanzan los **1.500 millones de euros**, basados en valores medianos, y hasta **7.600 millones de euros**, basados en valores promedios.

La normativa MiFID II-MiFIR es, junto con la CRR-CRD IV y Solvencia II, una de las más costosas para las entidades financieras en la UE, según el ya citado estudio de la Comisión Europea.

Pese a este esfuerzo económico de las entidades financieras para adaptarse a MiFID II-MiFIR, los cambios en esta normativa no han parado. Analizamos en el **anexo 1** este caso por sus efectos en las entidades financieras y por ser un buen ejemplo de lo errático de la regulación europea de los últimos años.

Además, desde la crisis financiera de 2008, comienza un nuevo fenómeno que ayuda poco a la coherencia legislativa y que ha supuesto también

¹⁰ Según un artículo de Forbes de 2018 disponible en <https://www.forbes.com/sites/tomgroenfeldt/2018/04/04/understanding-mifid-iis-30000-pages-of-regulation-requires-regtech/>.

un importante incremento en la supervisión. Se **multiplicaron las autoridades y organismos con competencias para proponer normas en la UE y para supervisarlas**, prestar asesoramiento técnico o dictar directrices, opiniones y recomendaciones.

En efecto, en el análisis de la crisis financiera también se identificó que no solo la regulación había fallado, sino también la supervisión, por lo que resultaba necesario reformarla e intensificarla.

Se acometió en este período una reforma profunda de las autoridades de supervisión europeas, promovida por el **Informe Larosière** encargado por la Comisión Europea. El informe, que proponía un sistema europeo de supervisión macroprudencial y microprudencial, es el precursor de las actuales autoridades de supervisión: la Autoridad Bancaria Europea (EBA), la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA) y, por último, la creación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS o ESRB en siglas inglesas).

Esta reforma mejoró la coordinación transfronteriza entre autoridades nacionales y otorgó más poderes y recursos a los supervisores europeos. Después de estas autoridades se crearon otras tantas en el ámbito de banca, producto de la Unión Bancaria (BCE como supervisor o SRB) y así se han venido añadiendo continuamente nuevas autoridades hasta la reciente constitución de la AMLA¹¹. Con carácter general, cada regulador o supervisor se centra en los ámbitos de su competencia y esto hace que funcionen en compartimentos estancos.

2.3. SUPERADA LA CRISIS FINANCIERA, LA REGULACIÓN NO HA CESADO (2020-2024)

Pero, una vez que parecía que ya se había regulado todo lo que la crisis financiera aconsejaba (capital, resolución, gobernanza, venta de produc-

¹¹ Nueva autoridad con sede en Frankfurt y competencias en materia de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo.

tos, derivados...), la maquinaria legislativa no paró, sino que siguió trabajando al mismo ritmo o incluso mayor.

De hecho, las normas que se tramitaron en este período y en los años previos era tan abundantes que comenzó a ser necesario agruparlas en paquetes, iniciativas o estrategias (cada paquete con de 1 a 3 normas de nivel 1 y numerosísimos reglamentos delegados y de ejecución junto con guías y preguntas y respuestas).

Los esfuerzos, a partir de 2019, se centraron en los siguientes paquetes:

- Finanzas sostenibles: esta iniciativa constituye sin duda el paquete legislativo más ambicioso desde el nacimiento de la UE (más de 30 directivas y reglamentos nuevos o profundamente modificados por esta iniciativa).
- Finanzas digitales y ciberseguridad.
- Unión del Mercado de Capitales y Unión Bancaria.
- Cambiar y ajustar no pocas normas precedentes.

Recordemos que en 2020 irrumpe en Europa la crisis sanitaria derivada de la Covid19.

Entre **septiembre de 2019 y diciembre de 2023**, la Comisión Europea propuso **42 actos legislativos relacionados con los servicios financieros**, la mayoría aprobados en la legislatura previa a la disolución del Parlamento en 2024.

Como resultado final, hoy, nos encontramos con un acervo comunitario en el ámbito de los servicios financieros de **más de 600 directivas y reglamentos**¹² (de nivel 1 y desarrollos de nivel 2). Si unimos las guías y directrices de nivel 3, sin duda superamos los **800 textos**.

¹² En este computo realizado por finReg se incluyen también determinadas normativas transversales que son críticas para sector financiero, como las de los ámbitos de protección de datos y de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo.

El grueso de esta regulación se encuentra en los niveles 2 y 3, que es donde, a juicio de las autoras, radica en buena medida el problema de la ingente regulación y la enorme cantidad de criterios reguladores europeos.

Aunque este informe tiene una visión europea, no puede dejar de mencionarse que, a todo lo anterior, hay que añadir las normas de cada país y autoridad nacional, con no pocos casos de gold plating que atentan radicalmente en contra de cualquier medida de avance del mercado único de capitales.

La decena de normas de la década de los 90 parece algo increíble. Máxime cuando los productos y servicios financieros que se comercializaban en ese tiempo no han sufrido una transformación tan profunda, los clientes a los que se trata de proteger no perciben una mayor protección, sino una mayor carga burocrática, y los problemas de la UE siguen siendo similares: alcanzar el mercado único en los servicios financieros, ahora bajo la denominación de la Unión de Ahorros e Inversiones.

2.4. AÑO 2025: LA REGULACIÓN SIGUE AVANZANDO, PERO IRRUMPEN LOS INFORMES LETTA Y DRAGHI Y LA BÚSQUEDA DE LA COMPETITIVIDAD

Después de estas fases en las que, como se ha visto, se buscó inicialmente impulsar la legislación, después paliar las debilidades manifestadas en la crisis de 2008 y, por último, impulsar la digitalización y la sostenibilidad, se ha generado una inercia reguladora imparable, que ha desembocado, a finales de 2024, en la necesidad de un nuevo planteamiento en la UE: **la búsqueda de la competitividad**.

En lo que llevamos de 2025, con el impulso de la Brújula para la Competitividad¹³, la Comisión Europea ha puesto en marcha **una batería de estrategias e iniciativas normativas que tienen como objetivo reforzar el creci-**

¹³ Entre otros objetivos, pretende reducir las cargas administrativas el 25 % y, en el caso de las pymes, el 35 %, antes de 2029.

miento, la innovación y la autonomía estratégica de la Unión Europea. La intención es loable: adaptar el marco regulatorio europeo para que deje de ser una carga y se convierta en un generador de competitividad.

Sin embargo, el modo en que estas iniciativas, muchas de ellas legislativas, están siendo lanzadas –de forma simultánea y acumulativa– supone un riesgo de colapso para las entidades financieras, que son esenciales para canalizar la inversión, sostener el tejido productivo europeo y ejecutar la transición verde y digital.

Es decir, con los informes Letta y Draghi se toma consciencia de la sobrerregulación y de la fragmentación en la UE, y se apuesta por la simplificación y la innovación para hacerla más competitiva, pero estas se pretenden lograr **con nueva y muy numerosa regulación**. En otras palabras, **se propone regulación de simplificación y búsqueda de competitividad para luchar contra el exceso de regulación**.

El siguiente cuadro muestra las estrategias y propuestas normativas lanzadas y anunciadas por la Comisión para la búsqueda de simplificación y la competitividad en 2025¹⁴:

ESTRATEGIAS E INICIATIVA DE BÚSQUEDA DE LA COMPETITIVIDAD Y SIMPLIFICACIÓN	
1. Brújula de la Competitividad:	Incluye medidas no legislativas y legislativas
2. Unión de Ahorro e Inversiones:	Incluye medidas no legislativas y legislativas
3. Unión de Capacidades:	Incluye medidas no legislativas y legislativas
4. Estrategia para el Mercado Único:	Incluye medidas no legislativas y legislativas
5. Estrategia para empresas emergentes y en expansión:	Incluye medidas no legislativas y legislativas
6. Plan de acción de IA:	Incluye medidas no legislativas y legislativas
7. Estrategia cuántica de la UE:	Incluye medidas no legislativas y legislativas

14 El detalle de estas iniciativas se encuentra en el Anexo al programa de trabajo de la Comisión de 2025: https://commission.europa.eu/document/download/7617998c-86e6-4a74-b33c-249e8a7938cd_en?filename=COM_2025_45_1_annexes_EN.pdf

ESTRATEGIAS E INICIATIVA DE BÚSQUEDA DE LA COMPETITIVIDAD Y SIMPLIFICACIÓN
8. Agenda consumo 2030: Incluye medidas no legislativas y legislativas
9. Ley de Equidad Digital: Medida legislativa
10. Creación del Estado 28 de la UE: Medida legislativa
11. Ómnibus I - Sostenibilidad: Medida legislativa
12. Ómnibus II - Simplificación de Inversiones: Medida legislativa
13. Ómnibus III - Simplificación para small mid caps y eliminación papel: Medida legislativa
14. Paquete Digital: Medida legislativa
15. Cartera digital de empresas: Medida legislativa
16. Revisión régimen de titulizaciones: Medida legislativa
17. Revisión de Transaction reporting (EMIR/MIFIR): Medida legislativa
18. Cuenta de Ahorro e Inversión: Recomendación
19. Sello europeo de inversiones (iniciativa de varios países, incluida España): Recomendación

Estas 19 iniciativas son todas de gran calado y suponen una revisión casi total de la regulación financiera. Las 19 iniciativas afectan a **más de 100 directivas y reglamentos** que se encuentran en la actualidad en vigor o en tramitación.

A este paquete de estrategias y normas derivadas de la búsqueda de la competitividad y simplificación hay que añadir, de una parte, las **normas que están pendientes de desarrollo (nivel 2 y 3) procedentes de la legislación previa**. Solo la CRD-VI, aprobada en la anterior legislatura del Parlamento Europeo, tiene previstas aproximadamente 140 actuaciones legislativas para el mandato en curso, y así muchas otras normas ya aprobadas. De otra parte, hay que añadir los nuevos paquetes legislativos (nivel 1) que se continúan tramitando como **RIS, FiDA o PSD 3** que igualmente requieren de innumerables medidas de niveles 2 y 3.

Todas estas iniciativas requieren **esfuerzos internos de adaptación, de**

rediseño de sistemas, de formación, de revisión contractual, de reestructuración documental o de incluso transformación del modelo de negocio. Y muchas se solapan en sus plazos, actores implicados o áreas técnicas, y generarán probablemente fricciones.

Entre esta maraña normativa, incrementada por el esfuerzo de la simplificación, que se traduce, como se ha visto, en una respuesta legislativa intensa, **el fin último de la competitividad puede verse gravemente comprometido.** En este contexto, resulta esencial desplegar medidas que dosifiquen y simplifiquen la regulación y que se **valore una pausa regulatoria y de cumplimiento temporal de ciertas obligaciones formales**, como se propone a continuación en este informe.





INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN

La Unión de Ahorros e Inversiones:
una oportunidad para racionalizar y simplificar
la regulación de los servicios financieros.



Recomendaciones



3. Recomendaciones

Las recomendaciones que aportamos para hacer digerible la producción normativa en el contexto actual de sobre regulación, incrementada por el esfuerzo de la búsqueda de la competitividad y simplificación, se agrupan en dos tipos de medidas:

- Las primeras, relacionadas con la necesidad de hacer **más accesible y simple el mapa normativo** actual y el derivado de las propuestas de la competitividad y simplificación.
- Las segundas, enfocadas a explorar medidas para que **la producción de legislación financiera se estabilice** en adelante.

Para que estas medidas puedan desplegar sus efectos, sería preciso valorar una pausa regulatoria, aunque sea parcial, en la publicación de nuevos paquetes normativos (nivel 1) hasta que las referidas medidas de simplificación.

3.1. MEDIDAS TENDENTES A RACIONALIZAR Y SIMPLIFICAR LA REGULACIÓN EXISTENTE

Se formulan las siguientes recomendaciones:

RECOMENDACIONES PARA UNA REGULACIÓN MÁS ACCESIBLE, PROPORCIONADA Y SIMPLE
1. Creación de un grupo de expertos de simplificación de sector financiero
2. Fusión de regulaciones similares, especialmente en el ámbito de conducta
3. Mayor coordinación entre las autoridades y organismos de la UE y publicación de un calendario consolidado de propuestas legislativas
4. Simplificar el régimen aplicable a las entidades financieras de menor tamaño
5. Mejorar el entendimiento de las normas clarificando su redacción
6. Codificación normativa y <i>single rule book</i>
7. Aumentar la participación ciudadana en la tramitación de las normas
8. Promover la educación, recursos y capacitación para el cumplimiento regulatorio entre las entidades financieras

Veámoslas con más detalle.

3.1.1. Creación de un grupo de expertos de simplificación de la regulación financiera

Resulta evidente que es preciso simplificar el extenso y complejo marco normativo existente a la fecha al que se unirán las medidas legislativas derivadas de la búsqueda de la competitividad. Esta es una tarea ingente que plantea innumerables retos (de fusión, codificación, sistematización, etc.) que han de ser abordados desde una visión o perspectiva centralizada y homogénea. Por ello, para abordar estos retos vemos necesario crear un **grupo de expertos en simplificación de la normativa financiera** con participación del sector privado, que aborde este asunto y haga propuestas a la Comisión¹⁵.

15 En su día, en 2015, ya se lanzó, dentro del programa REFIT (Regulatory Fitness and Performance) y la agenda de "Better Regulation" un grupo de alto nivel sobre Cargas Administrativas (Refit Platform / Grupo de Alto Nivel REFIT) y después, en 2020, un nuevo grupo de alto nivel sobre Mejora de la Legislación. Se trataría de crear un grupo específico para abordar la legislación

Dentro de las medidas de simplificación que el grupo de expertos podría valorar, se encuentran por ejemplo las medidas que se incluyen en los apartados siguientes de este informe.

3.1.2. La fusión de regulaciones similares como las normas de conducta

Desde la MiFID II, que es la norma de referencia en materia de conducta, existe similitud entre las normas de venta de los productos financieros (sea un préstamo hipotecario, un préstamo al consumo, un seguro o un fondo de inversión). Por ejemplo, los principios de evaluación de conveniencia o idoneidad, información precontractual clara y comprensible, venta combinada y revisión periódica de la adecuación de los productos han sido replicados, con adaptaciones, en directivas como la IDD (seguros), la MCD (hipotecas) o la CCD (créditos al consumo).

Esta convergencia se ha producido de forma fragmentada y acumulativa a través de distintas regulaciones, generando solapamientos, incoherencias terminológicas y divergencias de aplicación entre sectores. En definitiva, una complejidad innecesaria. Así, una misma entidad puede estar sujeta a múltiples conjuntos normativos con obligaciones similares, pero con matices distintos, lo que genera cargas operativas innecesarias y riesgos de incumplimiento por error formal. Además, estas diferencias pueden inducir prácticas de arbitraje regulatorio, donde determinados productos o canales de distribución se priorizan en función del menor rigor normativo, más que de su idoneidad para el cliente.

En otros momentos ya se ha planteado la posibilidad de crear un código o regulación única de venta de productos financieros y creemos que ahora es el momento de retomar esta iniciativa.

Sin duda, llegados a este punto de exceso regulatorio, resultaría muy útil contar con una única norma de conducta y venta de productos financieros que incluya, junto con un régimen común¹⁶, disposiciones específi-

financiera, con el objetivo de simplificar la legislación de la UE, eliminar cargas innecesarias y garantizar que las normas sean eficaces y eficientes.

16 Algunos aspectos del Consumer Duty del Reino Unido pueden servir de inspiración.

cas para cada casuística de ellos. Esta medida contribuiría también a crear una cultura de conducta más homogénea y evitar el arbitraje regulatorio entre productos.

Para asegurar que se elimina en la medida de lo posible el arbitraje regulatorio no solo entre productos sino entre jurisdicciones en la UE, se propone que esta norma de conducta sea un reglamento y no una directiva.

El hecho de que la normativa de conducta se compile en una sola norma no implica necesariamente que tenga que existir un supervisor único de conducta, pues el modelo es completamente compatible con los distintos responsables de la supervisión y ayudaría, además, a la convergencia supervisora, especialmente si se acompaña de directrices comunes de las ESA, con mecanismos de coordinación y aplicación consistentes.

A juicio de las autoras, avanzar hacia una racionalización normativa sobre conducta no solo aligeraría las cargas administrativas, sino que contribuiría a restaurar la claridad del sistema, a reforzar la confianza de los consumidores, a impulsar fusiones transfronterizas y a mejorar la competitividad del sector, animando a las entidades financieras a salir de sus fronteras.

3.1.3. Mayor coordinación entre las autoridades y organismos de la UE y publicación de un calendario consolidado de propuestas legislativas

La existencia de muchas autoridades con competencias para proponer normas o dictar directrices y guías recomienda, en el contexto actual en el que todo se está repensando en la búsqueda de la competitividad, que haya una planificación de sus actividades, no solo en sus propios programas, sino también en relación con las restantes autoridades emisoras de normas o recomendaciones con efectos en los mismos sujetos.

Además, hay casos en los que las fronteras entre las competencias de unos y otros son difusas.

Se podrían coordinar los programas de actividades de las autoridades, de manera que cada una tuviera una visión de la planificación de las

demás o al menos de las más próximas a su ámbito. También sería muy conveniente que se publicaran unos cuadros de actividades consolidados que agrupen los de todas las autoridades que inciden en un mismo sujeto obligado, por ejemplo, un banco o una gestora.

Es decir, sería muy deseable en el contexto actual contar con un calendario regulatorio coordinado y transparente que permita visualizar en un formato consolidado, los plazos previstos para cada propuesta legislativa, incluidos los desarrollos de segundo y tercer nivel, de manera que las entidades puedan anticiparse y planificar recursos.

En este apartado, sobre la coordinación de las autoridades, muchas de ellas con una doble naturaleza de reguladores y supervisores, no podemos dejar de mencionar, aunque no sea objeto de análisis detallado en este informe, que la simplificación no ha de restringirse al ámbito de la regulación, sino que debe extenderse también al de la supervisión. Si el objetivo final de la SIU es reducir cargas administrativas y mejorar la competitividad, tan importante como la regulación es la supervisión. En los últimos años se ha producido una proliferación de inspecciones de las autoridades (han pasado de una media de 3 a 8 por año en el ámbito bancario), que se traduce en importantes costes para las entidades. También en el ámbito de la supervisión se podría avanzar en la coordinación entre autoridades.

3.1.4. Simplificar el régimen aplicable a las entidades financieras de menor tamaño

Hoy, se regula pensando en los bancos y entidades financieras de gran tamaño (por ejemplo, Basilea). Se sigue después el denominado principio de proporcionalidad, por el que las normas financieras, elaboradas pensando en las entidades de mayor volumen o sistémicas, como se ha dicho, pueden aplicarse con adaptaciones a las entidades de menor tamaño. Pero el principio de proporcionalidad no funciona en la práctica, porque no siempre lo consideran los supervisores, está sujeto a interpretaciones y crea complejidad e inseguridad jurídica.

Una alternativa viable sería una regulación que no se diseñara de inicio

para los grandes bancos, sino que tuviera en cuenta desde el principio los distintos tipos de entidades existentes y que fuera escalonada y modular, basada en métricas objetivas de las entidades. Es decir, que se partiera de requisitos mínimos para todas las entidades que se fueran complementando con otros aplicables a ciertos tamaños, modelos de negocio, nivel de complejidad, etc.

Este enfoque nos conduciría a lo siguiente:

- Una regulación más racional y sencilla para las entidades de menor tamaño, y que los requisitos sean realmente adecuados a cada tipo de entidad y no, como hoy, una aproximación de máximos para todos sobre los que después se aplica la proporcionalidad.
- Entender que, a mayor complejidad y tamaño, mayores requisitos.
- Una simplificación también de la labor de supervisión.

Regular desde lo simple a lo complejo facilitaría la aplicación real del principio de proporcionalidad.

3.1.5. Mejorar el entendimiento de las normas clarificando su redacción

La directiva de accesibilidad¹⁷ indica que los servicios bancarios (en sentido amplio) dirigidos a consumidores han de prestarse «garantizando que la información sea comprensible, sin rebasar un nivel de complejidad superior al nivel B2 (intermedio alto) del Marco Común Europeo de Referencia para las Lenguas».

Proponemos que un requisito equivalente, toda vez que la redacción de muchas normas difícilmente puede ajustarse a este nivel B2, se exija a las normas financieras. En definitiva, que se haga un esfuerzo para simplificar la redacción de las leyes. Cada día es más pujante el movimiento social que reclama mayor claridad en los textos que las administraciones

¹⁷ Directiva (UE) 2019/882 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2019, sobre los requisitos de accesibilidad de los productos y servicios.

y empresas privadas remiten a los ciudadanos. El eslogan «el derecho a entender» se va extendiendo y debe alcanzar también a las instituciones europeas. Normas redactadas de forma más sencilla serán más cortas y accesibles no solo para los ciudadanos, sino también para los profesionales de las entidades financieras.

Sería muy recomendable en aras a esta simplificación evitar el recurso utilizado en exceso de las referencias cruzadas entre normas que dificultan su lectura. Este sistema sería admisible si las normas se publicaran en una web o repositorio con hipervínculos que permitieran navegar de una norma a otra tal y como se sugiere en el apartado siguiente.

3.1.6. Continuar con los esfuerzos de codificación normativa (*single rule book* y similares)

Codificar las regulaciones financieras en un único cuerpo normativo organizado de manera lógica y coherente es un recurso que ya están empleando las ESA. Estas autoridades han realizado un esfuerzo importante para incorporar en sus páginas web un libro único de legislación en el que se pueden encontrar las normas de desarrollo, las directrices y guías e incluso las preguntas y respuestas relacionadas.

Esta codificación contribuye a eliminar la fragmentación y la dispersión de las normas, y facilita la interpretación y el cumplimiento por las entidades financieras. Sin duda es una iniciativa que ayuda a navegar por la ingente regulación financiera actual y que debe continuar realizándose con la nueva que se promulgue.

Pero más allá de la página de la Comisión que recoge un listado con vínculos a la principal regulación financiera de nivel 1¹⁸, no existe ningún repositorio o lugar donde se pueda consultar la totalidad de la regulación financiera, es decir, tener una visión no solo del nivel 1, sino también por lo menos del 2 (tengamos presente que el número de normas de nivel 2 triplica el de nivel 1).

18 https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/overview-financial-services-legislation_en.

Una iniciativa que el sector financiero agradecería es contar con un lugar o página web desde la que se pueda acceder a toda la regulación financiera, utilizando la misma sistemática ya comentada de las ESA en sus libros únicos de legislación.

Crear un repositorio interactivo de la normativa financiera completa permitiría aplicar otras medidas que la Comisión pueda poner en marcha para simplificar la legislación y, como ya anunció la Comisión en 2021 (que no ha tenido efecto hasta la fecha en el sector financiero), serviría para “legislar mejor” (better regulation) con el enfoque que proponía de “uno dentro, uno fuera”. Es decir, que por cada nueva norma que se promulgue se elimine otra. Esta medida y otras que la Comisión pueda impulsar ahora en el seno de la SIU son de difícil seguimiento si no se sabe qué normas hay.

Los libros únicos de regulación actuales de las autoridades y el libro único financiero propuesto podrían, además, vincularse con otros recursos europeos como las sentencias del Tribunal de Justicia de la Unión Europea.

Otra iniciativa parecida a la codificación sistemática es la creación de diccionarios. Así, por ejemplo, el BCE ha elaborado los conocidos como BIRD (siglas inglesas del Diccionario de Información Integrada de los Bancos) e IReF (Marco de Información Integrada) como herramientas para simplificar la carga informativa para los bancos.

A nuestro juicio, las ESA deberían destinar sus recursos más a la revisión y simplificación normativas, creando recursos como libros únicos, diccionarios y otros, y colaborar en eliminar el gold plating, que a la propuesta de nuevas regulaciones o cambios de las vigentes.

3.1.7. Conseguir que la percepción de los ciudadanos realmente se tenga en cuenta en el proceso normativo

Es frecuente leer en las exposiciones de motivos de la normativa financiera que se emite para proteger al consumidor o para que la operatoria sea transparente o para preservar los derechos ciudadanos.

Pese a ser este el objetivo declarado de las normas, la percepción que se recibe de los ciudadanos no solo no valora el esfuerzo realizado, sino que provoca el efecto contrario. El volumen de información y documentación que se entrega a los clientes, lejos de mejorar su confianza en las entidades, provoca desconfianza e incluso desinformación, porque por su volumen no se lee. Los test provocan que el ciudadano se sienta examinado y dirigido por no se sabe bien quién, como niño que no sabe lo que quiere o le interesa.

Recientemente, la CNMV española se extrañaba de que las preferencias de los ciudadanos, después de más de un año de implantación de la normativa de sostenibilidad, solo haya tenido un 23 % de respuestas positivas¹⁹. Eso significa que o bien el gestor recomienda al inversor que diga que no tiene interés en las inversiones sostenibles, o bien que el propio inversor, al ver que hay que cumplimentar otro formulario, diga que no quiere más trámites burocráticos.

Dicho de otro modo, los principales destinatarios de las «virtudes» que la normativa quiere introducir no las perciben como tales e incluso entienden tan poco lo que se les presenta que ni lo leen.

Las normas no se entienden. Aquí nos referimos al punto anterior: si se exige el nivel B2 para la accesibilidad de los ciudadanos, quiere decir que se asume que las leyes no son entendibles por estos, porque ellas mismas, como es evidente, superan ese nivel.

Podría haber una participación ciudadana mayor. Las consultas previas tienen escasa atención. Prácticamente ni se conocen, salvo por los especialistas. Se da muy poco tiempo. No es fácil localizar el lugar en el que cada emisor pone las suyas. Participan las entidades o asociaciones, pero nada los ciudadanos, aunque paradójicamente sean a los que se dice proteger. Habría que investigar mecanismos para consultar las normas con los ciudadanos fuera de los procedimientos formales de consulta o ver cómo en estos se les puede atraer.

19 Según el documento de la CNMV de abril de 2024, disponible en: https://www.cnmv.es/web_services/verdocumento/ver?t=%7B9589ae3e-8851-4f78-835c9e288d93c59d%7D.

3.1.8. Promover la educación, recursos y capacitación para el cumplimiento regulatorio entre las entidades financieras

Pese a que las entidades financieras, principalmente las de mayor tamaño, cuentan con recursos expertos y medios para hacer frente a los cambios normativos, ante la avalancha actual de cambios en marcha, las autoridades europeas podrían valorar la puesta en **marcha de medidas de educación, socialización y capacitación que ayuden a las entidades financieras a conocer, comprender y cumplir con la normativa** sobre todo en el ámbito de la innovación y la competitividad.

Se podrían valorar programas de formación para entidades financieras impulsados por los organismos europeos sobre las regulaciones más relevantes en el ámbito de la innovación y la competitividad. Dar a conocer sus posibilidades para que la normativa sea vista como una oportunidad. En este sentido, la **Unión de las Capacidades** anunciada por la Comisión debería incluir iniciativas de capacitación de los profesionales de las entidades financieras en el ámbito de la innovación.

También se podría ayudar al entendimiento de la regulación poniendo a disposición de las entidades financieras **recursos como calendarios de hitos regulatorios, modelos de check list de programas de cumplimiento regulatorio**, etc, en línea con lo que hacen otros reguladores internacionales (por ejemplo, la FINRA en los Estados Unidos).

Estas ayudas podrían servir para orientar en los pasos previos necesarios para asumir la ingente regulación y permitirían minorar el coste de gestión del riesgo de cumplimiento.

3.2. MEDIDAS PARA RACIONALIZAR LA PRODUCCIÓN NORMATIVA EN EL FUTURO

Resulta imprescindible no perder a futuro el objetivo de la competitividad y la simplificación y para ello se proponen las siguientes medidas:

RECOMENDACIONES PARA DOSIFICAR LA PRODUCCIÓN NORMATIVA Y HACERLA MÁS COMPETITIVA
1. Definir objetivos estratégicos en asuntos financieros dentro de la SIU e indicadores para medirlos
2. Definir una metodología de impacto regulatorio
3. Continuar estimulando la innovación a través de <i>sandboxes</i>
4. Reformular el procedimiento Lamfalussy

Desarrollamos estos puntos.

3.2.1. Definir objetivos estratégicos en asuntos financieros e indicadores de medición

Es crítico definir unos objetivos estratégicos que se quieren conseguir con la regulación financiera en el marco de la SIU y diseñar indicadores que puedan medirlos. No es suficiente con el objetivo genérico de la competitividad. Este objetivo tiene que concretarse a través de indicadores que puedan medirse.

Cada objetivo ha de tener como mínimo un indicador que, como decimos, permita evaluar el grado de consecución.

Debería valorarse definir un plan de política estratégica financiera de la SIU a cinco años vista con indicadores que puedan medirse y un seguimiento anual.

3.2.2. Definir un método de evaluación del efecto regulatorio

Hasta ahora no se ha definido un método para proceder a un cambio normativo o para aprobar una nueva ley. Resulta imprescindible fortalecer los procesos de evaluación de impacto regulatorio (RIA, por sus siglas en inglés) para procurar que las nuevas regulaciones sean proporcionadas y efectivas.

Es preciso realizar análisis exhaustivos de los efectos económicos, sociales, de modelo de negocio y regulatorios de cualquier nueva regulación propuesta, antes de implantarla, para minimizar la carga regulatoria innecesaria.

Estas evaluaciones de impacto deberían basarse en efectos agregados y estimaciones de costes en la UE y, en función de los datos disponibles, en los Estados miembros. A estos efectos, cada país ha de tener claros qué datos tiene que medir y responsabilizarse de ellos contando con un responsable de evaluación de políticas regulatorias.

3.2.3. Buscar mecanismos de estímulo a la innovación regulatoria como los *sandboxes* y los laboratorios de competitividad

Proponemos también continuar fomentando la experimentación regulatoria y la innovación en la supervisión financiera, que permiten a las autoridades explorar enfoques regulatorios alternativos, como *sandboxes* regulatorios, los pilotos controlados o los laboratorios de competitividad propuestos por el Ministerio de Economía español.

Estas iniciativas ayudan a encontrar soluciones más eficientes y flexibles sin comprometer la integridad del sistema financiero y con menor carga normativa. Un ejemplo claro es el enfoque adoptado por el «Régimen Piloto» –el reglamento europeo que regula los mercados secundarios de valores en tecnologías de registro distribuido (TRD o DLT)– que no cuenta ni con un solo reglamento de nivel 2 pese a ser un ámbito complejo. Contrasta, por ejemplo, con el reglamento MiCA, del que ya se han promulgado más de 20 reglamentos de desarrollo.

La propuesta de la Unión de Ahorros e Inversiones relativa a la creación de una cuenta de valores con etiqueta europea podría, por ejemplo, explorarse por esta vía, que permite mayor simplicidad y menor coste regulatorio, y encontrar el equilibrio adecuado entre las competencias de las autoridades nacionales y la ESMA²⁰.

20 En su caso también entre la EIOPA y la EBA.

3.2.4. Cambios en el proceso Lamfalussy

La medida que a juicio de las autoras sería más eficiente es la de modificar el proceso Lamfalussy, ya que, como se ha visto en la primera parte de este trabajo, este proceso se creó para dar respuesta a la falta de regulación cuando en la actualidad el problema es precisamente el contrario. Resulta evidente que el proceso ha de ser diferente.

Como se ha mostrado en este informe, el grueso de la regulación europea hoy se encuentra en las normas de niveles 2 y 3. Es importante evolucionar hacia una regulación basada más en principios y fomentar la autorregulación dentro del sector financiero, de manera que las propias instituciones financieras desarrollen estándares y prácticas en consulta y estrecha colaboración con los reguladores y supervisores.

Esto podría lograrse a través de las asociaciones sectoriales de ámbito europeo o de grupos de trabajo de asociaciones ad hoc que formulen códigos de conducta con la colaboración y participación de los reguladores y supervisores.

Los códigos de autorregulación, en los ámbitos que pudieran tener cabida, caerían bajo la supervisión de estos reguladores y supervisores (europeos y nacionales) para asegurar su cumplimiento. Si, transcurridos los años que se decidan –por ejemplo, cinco– desde el inicio de la aplicación del código de autorregulación correspondiente, no se logra subsanar los efectos o no se alcanzan los objetivos que el código perseguía –evaluados con indicadores y parámetros claros y medibles–, los reguladores europeos tendrían la potestad de proponer modificaciones a ese código o de aprobar legislación que lo sustituya.

Por otra parte, como ya se ha apuntado, resulta crucial que, al poner en marcha nueva regulación, se identifiquen los indicadores y datos que permitirán hacer un seguimiento de qué objetivos estratégicos se quieren conseguir con ella.

Se proponen las siguientes modificaciones del proceso Lamfalussy:

- Que la legislación esté integrada por normas de nivel 1 que sean reglamentos [solo excepcionalmente directivas] (en línea con lo que

propone el informe Letta).

- Que la legislación de nivel 1 no sea tan prescriptiva (ni tampoco la de nivel 2 a la que nos vamos a referir a continuación), sino más basadas en principios en los ámbitos que sea posible. Sin duda en todos los relacionados con la innovación, por ejemplo, en materia de inteligencia artificial.
- Respecto al nivel 2, tres recomendaciones:
 - Una, que el nivel 2 se limite en número (pues es en este nivel donde está el grueso de la legislación, como se ha dicho). Hay que limitarlo sustancialmente, y para ello se han de reducir las habilitaciones que realizan las normas de nivel 1 a los aspectos que sean realmente necesarios.
 - Dos, que el nivel 2 esté constituido tanto por normas legislativas de desarrollo como por códigos de autorregulación cuando sea posible.
 - Y tres, que las normas de este nivel sean legislativas o de autorregulación, y cuenten con una evaluación de impacto (evaluación que también propone el plan de trabajo de la Comisión para 2025).
- En lo que respecta al nivel 3, cuatro recomendaciones:
 - Una, que tiene que reducirse en número, al igual que el nivel 2.
 - Dos, que, para contribuir a reducirlas, tienen que analizarse también sus efectos y ser objeto de evaluación de impactos.
 - Tres, que esté compuesto, en los ámbitos que sea posible, por códigos de autorregulación y, cuando no sea posible o cuando estos no hayan conseguido sus objetivos, por directrices o guías de las autoridades supervisoras europeas.
 - Cuatro, por último, el nivel 3 debería estar vedado a las autoridades nacionales competentes: si hay una guía o Q&A de ESMA, EBA

o EIOPA, no puede dictarse un documento cubriendo las mismas cuestiones a nivel nacional. Sí podrían incorporarse en el nivel 3 las non action letters que propone la ESMA, que ayudarían a conseguir la ansiada armonización regulatoria y supervisora²¹.

- Que cada norma legislativa de niveles 1 y 2, y de las guías y códigos de autorregulación de nivel 3 cuente con un conjunto de datos de medición y de indicadores de sus objetivos principales.
- Que se elimine un plazo de revisión por defecto de las directivas y reglamentos y que, en caso de mantenerse, no sea menor de, por ejemplo, cinco años, salvo que concurren circunstancias excepcionales que podrían fijarse a priori, ya que se basaría en indicadores, y que las revisiones que se mantengan se usen para analizar posibilidades de reducción (o racionalización) de la normativa y no, como hasta ahora, para modificarla o ampliarla.
- Que se institucionalice el uso sistemático de “call for evidence”, previo a la apertura de una consulta formal, especialmente cuando se trata de revisar marcos regulatorios consolidados o de introducir nuevos paquetes normativos. Estos procesos permitirían a los reguladores detectar problemas reales, cargas desproporcionadas o solapamientos normativos antes de redactar propuestas formales.
- En lo que afecta a los procesos de consultas públicas, en general, podrían fijarse estándares mínimos de duración (por ejemplo, de 2 meses), formatos uniformes de consulta y obligación de publicar un informe de retorno razonado que recoja qué aportaciones se han considerado, cuáles no y por qué.

Con el «nuevo proceso Lamfalussy», sería determinante avanzar en la convergencia supervisora para que las autoridades nacionales de la mano de las europeas puedan supervisar y aplicar de forma homogénea la regulación de nivel 1 y los códigos, regulación y directrices de niveles 2 y 3.

21 La ESMA, en su informe de mayo de 2024 “Building more effective and attractive capital markets in the EU”, propone el uso de non action letters.

Estas propuestas ¿pensamos? ayudarían a poder navegar en el exceso de regulación financiera y a promover un entorno más propicio para la innovación y el crecimiento económico en la Unión Europea. Entendemos que, sin promover la simplificación y racionalización de la normativa del sector financiero, difícilmente se conseguirán los objetivos de competitividad y de simplificación de la Unión de Ahorros e Inversiones.

3.3. GESTIONAR LA TRANSICIÓN: UNA PAUSA REGULATORIA

Para que las medidas de simplificación y competitividad puedan desplegar sus efectos, es conveniente analizar la oportunidad de una pausa regulatoria, aunque fuera corta y parcial. Esto no significa una desregulación, sino solo demorar la aprobación del grueso de la producción normativa nueva hasta que las medidas de simplificación y competitividad se pongan en marcha.

Como ya se ha visto, a la fecha, tenemos en marcha unas 20 iniciativas legislativas de gran calado, que afectan a más de 100 directivas y reglamentos, encaminadas a la simplificación y a la búsqueda de la competitividad. Las normas de nivel 2 pendientes de desarrollo son numerosísimas: solo la CRD-VI, aprobada en la anterior legislatura del Parlamento Europeo, tiene previstas aproximadamente 140 actuaciones legislativas para el mandato en curso. Y paquetes normativos muy relevantes como RIS, FIDA o PSD3 a punto de aprobarse.

En opinión de las autoras, **podría decidirse una pausa normativa de alrededor de dos años, en la que los esfuerzos se centren en las medidas de simplificación y competitividad** y en completar, en lo posible ya con algunos estándares de la simplificación, la normativa de la legislatura previa. Es decir, se propone que no se abran revisiones de normas ni nuevos paquetes legislativos más allá de los incluidos en la agenda de la Comisión para el impulso de la competitividad.

También podría valorarse **congelar un año el cumplimiento con los reportings u obligaciones formales en revisión** por las iniciativas de simplificación y búsqueda de la competitividad. Esto no implicaría que las enti-

dades no tengan que cumplir con la normativa, sino que se les permita no realizar formalmente el *reporting* en el período de transición. Es decir, permitir la suspensión provisional de requisitos formales o *reportings* sujetos a revisión por las nuevas estrategias de simplificación o competitividad, para evitar esfuerzos duplicados o innecesarios durante el tránsito entre marcos normativos y dedicar todos los esfuerzos al cumplimiento de los nuevos estándares de reporting y obligaciones formales.

Una vez avanzados los objetivos de simplificación y de competitividad, se retomaría el cumplimiento de los requisitos formales y se abordarían los paquetes normativos en ciernes.

La agenda de competitividad impulsada por la Comisión Europea es ambiciosa y necesaria. Pero su éxito dependerá no solo de su contenido, sino de cómo **se gestione la transición hacia el nuevo régimen regulatorio**. En ausencia de mecanismos que ordenen esta transición, las entidades corren el riesgo de ser sepultadas por una avalancha de cambios bienintencionados.





INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN

La Unión de Ahorros e Inversiones:
una oportunidad para racionalizar y simplificar
la regulación de los servicios financieros.



Anexos



La normativa MiFID, sus costes asociados y sus constantes cambios

La primera directiva conocida como MiFID tuvo como objetivo construir un mercado financiero europeo más integrado, facilitando la libre prestación de servicios de inversión dentro de la Unión Europea. Sustituyó a la Directiva de Servicios de Inversión de 1993 y buscaba reforzar la protección del inversor, mejorar la transparencia y fomentar la competencia entre los centros de negociación. Para ello, permitió, por ejemplo, el desarrollo de los sistemas multilaterales de negociación (MTF) como alternativa a los mercados regulados tradicionales.

Desde su aprobación en 2004, la MiFID I marcó el inicio de una auténtica avalancha regulatoria en el ámbito de los servicios de inversión y el funcionamiento de los mercados financieros. Esta expansión normativa ha generado una constante incertidumbre interpretativa sobre las numerosas obligaciones que deben cumplir las entidades financieras. Además, ha intensificado los fenómenos de arbitraje regulatorio y de goldplating, debido a las diferentes formas en que los Estados miembros han transpuesto e interpretado la normativa europea. Todo ello ha supuesto un coste económico muy elevado para las entidades –y también para los propios supervisores–, que han tenido que destinar miles de millones de euros a adaptar sus estructuras al cumplimiento de un corpus normativo que, según algunos informes, supera las **30.000 páginas**.

En los siguientes apartados, ponemos en contexto la normativa MiFID y analizamos su evolución errante desde su publicación en 2004.

1. LA MIFID I SE APRUEBA EN 2004 Y ENTRA EN APLICACIÓN EN NOVIEMBRE 2007

La conocida como normativa MiFID se inicia con la aprobación de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004 (nivel 1 de MiFID).

Las normas de nivel 2 que desarrollaron esta directiva eran la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, y el Reglamento (CE) 1287/2006 de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, que desarrollaba la primera. Así, el paquete normativo de MiFID I lo constituyeron una **directiva de nivel 1 y dos normas de nivel 2** (una directiva y un reglamento).

El entonces Comité Europeo de Supervisores de Valores (CESR) publicó una serie de documentos de nivel 3: más de una decena de directrices emitidas entre 2005 y 2010 sobre la interpretación de nuevas obligaciones tales como registros mínimos, transaction reporting, incentivos, categorización de productos, pasaporte europeo, asesoramiento, etc.

La fecha límite para la trasposición por los Estados miembros era el 31 de enero de 2007 y la de aplicación, el 2 de noviembre de 2007¹.

¹ En España, la MiFID I se transpuso con retraso con la modificación del 20 de diciembre de 2007 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras.

Asimismo, el Ministerio de Economía y la Comisión Nacional del Mercado de Valores emitieron varias órdenes ministeriales, circulares, guías técnicas, etc., de forma continuada hasta la aprobación de la MiFID II a la que nos referimos a continuación. Este goteo constante de normativa de nivel 3 requirió que las entidades estuvieran de forma constante adaptando sus modelos de negocio y herramientas para cumplir con la constante reinterpretación de la normativa.

2. DE LA MIFID I A LA MIFID II: EL ESFUERZO DE ADAPTARSE A LA PRIMERA SOLO OBTUVO COMO RECOMPENSA 3 AÑOS DE TRANQUILIDAD

Las entidades comenzaron a trabajar en la MiFID I en 2005 para estar adaptadas a finales de 2007. Hecho este esfuerzo, en el año 2011, se plantea por la Comisión Europea la necesidad de aprobar una MiFID II, es decir, solo cuatro años después de la fecha de entrada en aplicación, ya se esboza una propuesta de modificación.

3. LA NORMATIVA MIFID II SE APRUEBA EN 2014 Y ENTRA EN APLICACIÓN EN 2017

En efecto, tras la crisis financiera de 2008, en 2011, con cuatro años de aplicación de la MiFID I, la Comisión Europea plantea la necesidad de revisar y modificar la normativa MiFID I para cubrir las principales insuficiencias detectadas:

- Reforzar la protección de los inversores, mejorar las normas de conducta y las condiciones de competencia en la negociación y compensación de instrumentos financieros.
- Asegurar que la negociación organizada tenga lugar en plataformas reguladas.
- Mejorar la transparencia y la supervisión de los mercados financieros –incluidos los mercados de derivados– y subsanar algunas deficiencias de los mercados de derivados sobre materias primas.

Las negociaciones para revisar y modificar la MiFID duraron más de 3 años, puesto que la reforma era muy profunda y de gran calado, no solo para las entidades que prestan servicios de inversión, sino también para los mercados.

El 15 de mayo de 2014, se aprobaron la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, conocida como MiFID II, y el Reglamento (UE) 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, conocido como MiFIR², que constituían el nivel 1 de la normativa MiFID II.

En un primer momento, ambas normas debían ser de obligado cumplimiento por las entidades a partir del 3 de enero de 2017.

Al tratarse de una normativa compleja, se preveía en innumerables artículos la necesidad de que se aprobase normativa de nivel 2 y nivel 3 para comprender y desarrollar las nuevas obligaciones.

Nos encontramos así con **60 normas distintas que desarrollaban el nivel 1**.

Además, durante años antes de la entrada en aplicación de la MiFID II y prácticamente hasta la fecha del presente informe, se ha producido una constante publicación por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA en siglas inglesas) de innumerables normas de nivel 3 (guías técnicas, directrices, opiniones, estándares de supervisión, etc.) que hacen que se trate de una normativa en constante desarrollo y modificación, que, sin necesidad de que se transforme legalmente, resulta que las obligaciones que impone cambien constantemente, por lo que el coste de las entidades para implementarlas es prácticamente ilimitado, con lo que eso supone de inseguridad jurídica y descontrol de riesgos.

Asimismo, la ESMA habilitó sus sistemas de preguntas y respuestas en los que recibe y contesta las cuestiones, dudas e interpretaciones que aún hoy siguen surgiendo³. Estos documentos se actualizan prácticamente

² Aunque el paquete normativo MiFID II, como hemos visto, está compuesto principalmente por un reglamento, que no necesita trasposición para aplicarlo en los Estados miembro, las principales normas son directivas, que sí han de ser recogidas en los ordenamientos jurídicos de los países de la Unión. En España, otra vez, se produjo un retraso en la trasposición completa, aunque las entidades, a instancias de cartas y recomendaciones hechas por la CNMV, tuvieron que empezar a cumplir de manera efectiva con MiFID II a partir del 3 de enero de 2018.

³ En el ámbito de protección del inversor, el documento de preguntas y respuestas suma 133 páginas. El documento de infraestructura de mercado, más de 70 páginas (hasta 2024, ya que después las nuevas preguntas se muestran en el buscador en línea y no en el documento consolidado).

todos los meses, incorporando nuevas interpretaciones en asuntos muy relevantes⁴.

En resumen, la normativa MiFID II supuso un claro incremento **normativo sobre MiFID I: pasamos de una directiva de nivel 1 y dos normas de nivel 2, a dos normas de nivel 1 y sesenta de nivel 2. A estas hay que añadir más de cuarenta guías, opiniones y directrices de nivel 3.**

Producto de esa profusión regulatoria en el desarrollo, el paquete MiFID II-MiFIR **sufrió su primera modificación** incluso antes de que se iniciara su aplicación: se pospuso esta fecha un año, esto es, hasta el 3 de enero de 2018.

4. COSTES DE LA IMPLANTACIÓN DE MIFID II-MIFIR

Según un estudio publicado por la Comisión Europea en 2019⁵, la regulación que mayor coste había supuesto hasta la fecha a las entidades financieras en la UE es el paquete MiFID II-MiFIR. El estudio ofrece los siguientes datos:

Costes únicos (one-off): Medias por sector (como porcentaje de costes operativos totales):

- Bancos y conglomerados financieros: ~1 %
- Bancos de inversión: ~1,8 %
- Gestoras de activos: ~1,7 %

⁴ Por su parte, en España la transposición formal se produjo a inicios de 2018 con la modificación de la Ley del Mercado de Valores, y el Real Decreto 217/2008, si bien, hasta la fecha, la propia CNMV además de adherirse a las directrices y guías técnicas de la ESMA, sigue publicando constantemente su propia interpretación de la normativa MiFID II a través de su propio documento de preguntas y respuestas y de innumerables circulares, guías técnicas, opiniones, etc.

⁵ Informe disponible en <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/4b62e682-4e0f-11ea-aece-01aa75ed71a1>

—| Mercados financieros: costes superiores al 1 %

La Comisión estimó unos costes *one-off* de 6.100 millones de euros.

Costes recurrentes (anuales):

- | MiFID II es una de las normativas con mayores costes recurrentes, sobre todo por el reporte continuo, la gestión de datos, y la formación constante del personal.
- | Las gestoras y mercados financieros incurren en costes recurrentes superiores al 3 % de sus costes operativos, en parte debido a MiFID II.

La Comisión estimó unos costes recurrentes de 1.500 millones de euros al año.

Pese a que la Comisión era consciente del esfuerzo que supuso y sigue suponiendo esta normativa, se ha cambiado además no pocas veces, como pasamos a examinar.

5. AÑO 2021: PRIMERA GRAN MODIFICACIÓN DE MIFID II: EL QUICK FIX

A raíz de la crisis de la Covid19, a inicios de 2020, dos años después de la entrada en aplicación de MiFID II-MiFIR, la Comisión Europea consideró necesario modificar ciertas obligaciones recogidas en la MiFID II. Por eso se aprobó la Directiva (UE) 2021/338 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de febrero de 2021, más conocida como *Quick-Fix*⁶.

Los objetivos consistían, entre otros, en eliminar la obligación de presentar informes sobre costes y gastos para clientes profesionales, otorgar mayor flexibilidad para comunicaciones electrónicas con clientes minoristas y relajar las obligaciones de unbundling (separación de los costes de

⁶ Esto se debió a que, dada la importancia de afrontar estas reformas, se dio prioridad y se siguieron trámites de urgencia para aprobarlas.

análisis de los de ejecución) para los emisores de tamaño más reducido, que se estaban quedando sin cobertura de análisis.

El ejemplo del *unbundling* es muy revelador. Durante el proceso de audiencia pública de la MiFID II, se puso de manifiesto por el sector que el sistema de unbundling que recogía la MiFID II podía tener efectos adversos en el mercado y provocar que compañías de pequeña y mediana capitalización se quedaran huérfanas de análisis. Pese a los avisos del sector privado, no se hizo caso por parte de los legisladores. Y el mercado mostró que los avisos del sector eran acertados. Muchas compañía pequeñas y medianas se quedaron sin cobertura de análisis y este fallo se reconoció solo 3 años después de la entrada en aplicación de la obligación, que requirió un esfuerzo ingente para cumplirla. Pero, además, desde 2022 existe una propuesta conocida como *Post-Brexit*, que está en tramitación a la fecha, que plantea eliminar completamente el *unbundling*.

6. AÑO 2021: SEGUNDA MODIFICACIÓN DE LA MIFID II PARA INCLUIR LAS PREFERENCIAS DE SOSTENIBILIDAD EN EL TEST

La normativa MiFID II también se vio afectada por la ola de la sostenibilidad. En concreto, el Reglamento Delegado (UE) 2021/1253 de la Comisión, de 21 de abril de 2021, modificó el Reglamento Delegado (UE) 2017/565, que complementa la Directiva 2014/65/UE en relación con la evaluación de la idoneidad y la gobernanza de productos, para introducir en el test de idoneidad la necesidad de preguntar sobre las preferencias de sostenibilidad de los clientes.

7. 2022: LA CAPITAL MARKET UNION PROPONE TAMBIÉN MODIFICAR LA MIFID II

Casi en paralelo a la *Quick Fix*, los reguladores europeos empezaron a debatir los desarrollos legislativos necesario para alcanzar los objetivos

fijados por la Unión de los Mercados de Capitales, y el 7 de diciembre de 2022 se publicó la información sobre el paquete legislativo de la Unión.

Entre las necesidades que se detectaron estaba la de llevar a cabo una revisión profunda de la normativa MiFID II para impulsar el acceso de los clientes minoristas a los mercados de capitales y a los productos de ahorro-inversión, una reforma en profundidad para gestionar de forma más adecuada los conflictos de intereses y la exigencia de una mejor justificación de los costes de servicios y productos (el conocido como *value for money*).

8. 2024: TERCERA GRAN MODIFICACIÓN DE MIFID II-MIFIR

El año pasado se produjo la tercera gran modificación de la MiFID II con la promulgación de la Directiva (UE) 2024/790 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de febrero de 2024, y del Reglamento (UE) 2024/926.

Esta reforma incluye modificaciones muy relevantes, como excluir del régimen de internalizador sistemático la operativa con instrumentos de renta fija (la figura del internalizador sistemático fue una de las grandes novedades de MiFID II-MiFIR) que ahora deja de ser obligatoria para un tipo de instrumento. También se añaden el fin de la exención de publicación de volúmenes para los internalizadores sistemáticos, la revisión de las normas de transparencia pre y posnegociación, los ajustes en la definición de “negociado en un centro de negociación” (TOTV en siglas inglesas) para derivados, o la prohibición del pago por flujos de órdenes.

Estas modificaciones de MiFIR son también muy relevadoras en especial la eliminación del régimen del internalizador sistemático. La creación del régimen de internalizador sistemático fue una de las medidas más ambiciosas para aumentar la transparencia en la ejecución de operaciones fuera de mercado. Sin embargo, con en poco tiempo se ha demostrado que esta figura no ha cumplido con los objetivos esperados: ha generado complejidad operativa, ha fragmentado la liquidez y no ha aportado beneficios claros al inversor minorista ni a la formación eficiente de precios. La propia Comisión Europea ha reconocido estos fallos al eliminar el régimen

en 2024, evidenciando que se trató de una regulación excesivamente técnica, mal calibrada y que impuso costes desproporcionados sin una justificación suficiente en términos de mejora del funcionamiento del mercado.

9. 2025: LA RETAIL INVESTMENT STRATEGY O RIS, LA GRAN MODIFICACIÓN PENDIENTE DE LA MIFID II

A pesar de todo lo anterior, la que se prevé que será la gran reforma de la MiFID II se está tramitando en estos momentos: se trata de la derogación de la MiFID II y la aprobación de una nueva directiva a través de la Estrategia de Inversión Minorista conocida como RIS.

Si bien el borrador de modificación lo presentó la Comisión en abril de 2023, hay aspectos en los que no se consigue un acuerdo entre los colegisladores –Comisión, Parlamento y Consejo–, por lo que se complica la aprobación.

La propuesta inicial de las RIS formulada por la Comisión Europea impulsaba la prohibición de los incentivos, un nuevo concepto del servicio de asesoramiento y una mejor justificación de los costes de servicios y productos (el conocido como *value for money*). En los textos posteriores del Parlamento y el Consejo esta propuesta se ha flexibilizado y la reforma parece que puede centrarse en el *value for money* o relación coste beneficio de los productos de inversión minorista.

Al final, se apruebe finalmente el texto propuesto por la Comisión o se rebajen las obligaciones, lo que ha provocado esta tramitación es un cambio total en la interpretación de distintas obligaciones, hoy recogidas en la MiFID II, y la necesidad de que las entidades adapten sus modelos de negocio como consecuencia de los aspectos que preocupan a los supervisores (nacionales y europeos), y que, con independencia de que se apruebe la RIS, van a incorporar a sus procesos de supervisión.

Si se aprueba finalmente la RIS en 2025, la fecha para su aplicación sería 2027, aunque las nuevas interpretaciones de los supervisores se están empezando a aplicar ya.

Transcurridos 21 años de cambios constantes del paquete MiFID, como se ha visto, nos encontramos hoy ante una nueva revisión de la normativa. Con la RIS o la norma que finalmente aborde los problemas que se han detectado en la MiFID II, lejos de pensar que esta avalancha en la regulación de la prestación de servicios de inversión está llegando a su fin, tendremos que afrontar de nuevo, durante los próximos años, una incesante publicación de normas de niveles 2 y 3 y nuevas interpretaciones con los consiguientes costes de implementación asociados.



Anexo, resumen de propuestas

RECOMENDACIONES PARA LA SIMPLIFICACIÓN	DESCRIPCIÓN DE LAS MEDIDAS PROPUESTAS
1. Creación de un grupo de expertos de simplificación de sector financiero.	Creación de un grupo de expertos con participación de la industria que pueda tener una visión holística de las reformas para la simplificación de la normativa financiera.
2. Fusión de regulaciones similares, especialmente en el ámbito de conducta.	Fusionar en un solo reglamento europeo las regulaciones de MiFID, IDD, DCC 2, Crédito Inmobiliario y pagos en la parte de conducta.
3. Mayor coordinación entre las autoridades y organismos de la UE y publicación de un calendario consolidado de propuestas legislativas.	- Publicación de calendarios de trabajo coordinados entre los reguladores europeos (ESMA, EBA Y EIOPA). - Calendario integrado con visión general de todas las iniciativas en curso.
4. Simplificación de la regulación para las entidades de menor tamaño.	Nuevo enfoque regulatorio que consista en prever los requisitos mínimos para todas las entidades que después se fueran complementando con otros aplicables a ciertos tamaños, modelos de negocio, nivel de complejidad, etc.
5. Mejorar el entendimiento de las normas clarificando su redacción.	Simplificar la redacción de las normas y evitar la proliferación de referencias cruzadas que genera una complejidad excesiva en su análisis y aplicación.
6. Codificación normativa y single rule book.	- Creación de una web/repositorio con la totalidad de la regulación financiera. - Continuar con el esfuerzo de los single rule book. - Incorporar jurisprudencia en los single rule book. - Avanzar en creación de diccionarios y recursos de puesta a disposición de la normativa de forma sencilla.
7. Aumentar la participación ciudadana en la tramitación de las normas.	Buscar fórmulas creativas para aumentar la participación ciudadana en la elaboración de las normas y su entendimiento.
8. Promover la educación, recursos y capacitación para el cumplimiento regulatorio entre las entidades financieras.	- Programas de formación europeos sobre las regulaciones más relevantes sobre todo en el ámbito de la innovación y la competitividad. - Posibilidad de desarrollar recursos que faciliten a las entidades navegar la avalancha regulatoria como calendarios integrados de entradas en aplicación o programas modelo de cumplimiento de ciertas obligaciones.

RECOMENDACIONES PARA LA RALENTIZACIÓN NORMATIVA	DESCRIPCIÓN DE LAS MEDIDAS PROPUESTAS
1. Definir unos objetivos estratégicos en el ámbito financiero dentro de la Unión de Ahorro e Inversión e indicadores para medirlos.	- Definición de objetivos de la SIU. - Fijación de KPIs por objetivo. - Plan de objetivos estratégicos de la SIU a 5 años.
2. Definir una metodología de impacto regulatorio.	Diseñar una metodología de análisis que sea sistemática y previa a cada cambio normativo.
3. Continuar estimulando la innovación a través de sandboxes.	Continuar con los sandboxes e impulsar los laboratorios de competitividad.
4. Reformular el procedimiento Lamfalussy.	- Reajustar el procedimiento Lamfalussy para adaptarlo a las necesidades actuales. - Continuar avanzando hacia reglamentos frente directivas. - Liminar el nivel 2 que es en exceso abundante. - Limitar también el nivel 3 y eliminar en este nivel la posibilidad de criterios e interpretaciones de autoridades nacionales.

RECOMENDACIÓN PARA GESTIONAR LA TRANSICIÓN	DESCRIPCIÓN DE LAS MEDIDAS PROPUESTAS
1. Pausa regulatoria	Pausa regulatoria de 1 o 2 años respecto de normas distintas de las iniciativas de búsqueda de la competitividad y simplificación.
2. Congelar el cumplimiento de reportings en el año de la transición.	Con la finalidad de que las entidades destinen todos sus recursos a la adaptación a los nuevos reportes, proponemos que en el año que previo a la transición se congele el reporting conforme a la normativa previa.



INSTITUTO
ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
FUNDACIÓN

La Unión de Ahorros e Inversiones:
una oportunidad para racionalizar y simplificar
la regulación de los servicios financieros.



Foros de debate - documentos de trabajo

FUNDACIÓN INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS

- Nº 1. Informe sobre el mercado hipotecario español. Febrero 2013.
- Nº 2. Las reformas como clave para impulsar la confianza y el crecimiento. Marzo 2013.
- Nº 3. Las finanzas públicas españolas en el inicio del siglo XXI: Los efectos de la crisis financiera de 2007. Julio 2013.
- Nº 4. La economía sumergida en España. Julio 2013.
- Nº 5. Las finanzas públicas españolas y los efectos de la crisis financiera. Homenaje a David Taguas. Septiembre 2014.
- Nº 6. Competitividad, eje de una expansión sostenida. Octubre 2014.
- Nº 7. El futuro de la Gestión de Activos. Noviembre 2014.
- Nº 8. Impacto económico de los cambio normativos en los seguros (LOSSEARROSSEAR y Baremo). Diciembre 2015.
- Nº 9. El cambio del modelo de negocio de la banca. Junio 2016.
- Nº 10. Ahorro, Pensiones y Seguros de Vida. Julio 2016.
- Nº 11. Debate sobre la evolución del Mercado del Petróleo y las Materias Primas. Junio 2016.

- Nº 12. El Sector Asegurador como inversor institucional y elemento estabilizador de la economía. Julio 2017.
- Nº 13. ¿Es la economía española financieramente vulnerable? Octubre 2017.
- Nº 14. Cómo asentar y diversificar la financiación de la economía española. Febrero 2018.
- Nº 15. Sector Asegurador: impacto de las tendencias macroeconómicas y demo-gráficas. Mayo 2018.
- Nº 16. Retos financieros pendientes de la economía española. Enero 2019.
- Nº 17. Nuevos retos del sector del automóvil. Julio 2019.
- Nº 18. Principales retos actuales y futuros del sector bancario español. Noviembre 2019.
- Nº 19. La Banca en el Siglo XXI: retos y respuestas. Talleres: 1) Fintech y Regulación Financiera. 2) Big Data e Inteligencia Artificial en el ámbito financiero. 3) Sector Financiero, Digitalización y Derecho de la Competencia. Noviembre 2019.
- Nº 20. Grandes retos de la economía gallega en la era digital. Octubre 2019.
- Nº 21. Inversión y crecimiento sostenible: retos y oportunidades en la gestión profesional del ahorro.
- Nº 22. Análisis de resiliencia del tejido empresarial español ante la crisis del COVID19.
- Nº 23. Instrumentos financieros para convertir patrimonio en rentas durante la jubilación.
- Nº 24. La gestión de la morosidad bancaria en la crisis del coronavirus.
- Nº 25. Panel del Sector Seguros. Un Capital de Resiliencia ante futuras pandemias, posible únicamente desde un modelo de cobertura público-privada.
- Nº 26. VII Panel del Sector Seguros. Necesidad del ahorro previsión tras una década de reformas en el sistema público de pensiones.
- Nº 27. Reformas en el tratamiento fiscal del ahorro destinado a previsión social.
- Nº 28. La hora de la financiación en forma de capital.
- Nº 29. El futuro del análisis bursátil.
- Nº 30. The trend towards financial regulatory fragmentation and how to tackle it. A pragmatic approach.

- Nº 31. La relocalización de la industria.
- Nº 32. Financiación de inversiones en redes de telecomunicaciones. Un análisis económico-financiero de los actores implicados.
- Nº 33. *Buybacks*: Cuándo crean valor las recompras de acciones.
- Nº 34. Bancaseguros. La importancia de un canal en continua evolución.
- Nº 35. El reto del tamaño empresarial en España.
- Nº 36. ¿Están las empresas preparadas para los nuevos requerimientos de información sobre sostenibilidad?
- Nº 37. La vivienda en España.
- Nº 38. La Transformación de la Industria de Defensa. De la Guerra del Golfo al Con-flicto de Ucrania.
- Nº 39. La Unión de Ahorros e Inversiones: una oportunidad para racionalizar y simplificar la regulación de los servicios financieros.

COLABORADORES DE LA FUNDACIÓN DEL INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS

**BANCO SANTANDER, S.A.
BANCO SABADELL
LA CAIXA
FIDELITY INTERNATIONAL
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES
INDRA
URÍA MENÉNDEZ
ACS
EY
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA
ACCIONA
JB CAPITAL
KPMG
MOEVE
UNICAJA
SOLUNION
IKEA IBÉRICA, S.A.U
DELOITTE
J&A GARRIGUES, S.L.
INSTITUTO CAJASOL
FUNDACIÓN ICO
CECA
ALANTRA
FINALBION
FINREG360
FLUIDRA
GVC GAESCO
GRUPO INSUR
ORGANON**



**INSTITUTO ESPAÑOL
DE ANALISTAS** DESDE 1965
FUNDACIÓN