

TENDENCIAS EN REGULACIÓN EUROPEA Y EN ESPAÑA: FINANZAS SOSTENIBLES Y DIGITALES

Paula Conthe Calvo

Secretaria General del Tesoro y Financiación Internacional de España

Índice

<i>Introducción.....</i>	<i>2</i>
<i>I. La incorporación de las finanzas sostenibles en los mercados financieros.....</i>	<i>2</i>
<i>II. La digitalización del sector financiero y su impacto en el mercado de valores.....</i>	<i>7</i>
<i>III. Conclusión.....</i>	<i>13</i>

TENDENCIAS EN REGULACIÓN EUROPEA Y EN ESPAÑA: FINANZAS SOSTENIBLES Y DIGITALES

Paula Conthe Calvo

Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional de España

Introducción

La transición verde y la transición digital representan dos pilares fundamentales en la transformación de los mercados financieros contemporáneos. Frente a desafíos globales como el cambio climático y el avance acelerado de la tecnología, los reguladores financieros se enfrentan a la necesidad de adaptar sus marcos normativos y estrategias para asegurar la sostenibilidad y resiliencia de los sistemas económicos. En efecto, la incorporación de la dimensión de sostenibilidad en la regulación de mercados financieros se ha convertido en una de las prioridades de los últimos años en la actividad regulatoria a nivel de la Unión Europea y de todo el mundo. En paralelo, la transición digital impulsa la adopción de innovaciones tecnológicas que optimizan la eficiencia, la transparencia y el acceso en los mercados financieros, pero que también implica la aparición de riesgos que es necesario mitigar. Juntas, estas transiciones presentan una oportunidad sin precedentes para redefinir la dinámica de la economía global, promoviendo un desarrollo inclusivo y sostenible.

Estas dinámicas no se producen sólo en España, sino que tienen dimensión global. Como veremos a continuación, la Unión Europea trabaja para dar respuestas coordinadas a estos dos fenómenos y lograr así profundizar en el mercado interior en beneficio de todos los Estados miembros.

El Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores contribuye por su lado a intensificar el diálogo entre España y los países de América Latina, a intercambiar mejores prácticas en estos ámbitos estratégicos para los mercados de valores, y en definitiva, a acercarnos más a esta área geográfica tan importante para nosotros desde el punto de vista financiero, económico, social y cultural.

I. La incorporación de las finanzas sostenibles en los mercados financieros

El cambio climático representa uno de los desafíos globales más cruciales de nuestro tiempo, afectando tanto al bienestar presente como, de manera especial, al de las futuras generaciones. Afrontarlo exige una respuesta inmediata para evitar los elevados costes asociados a una transición desordenada. Diversos estudios han demostrado que la falta de acción nos llevaría a un escenario de cambio abrupto, generando costes mucho mayores que aquellos en los que se adoptan medidas tempranas y ordenadas, con impactos significativos a nivel ambiental, económico y financiero. En España, en el marco de la AMCESFI, el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones publicaron en 2023 la primera edición del Informe Bienal de Riesgos del Cambio Climático para el Sistema Financiero, que apunta a unas conclusiones en este sentido. En efecto, una transición bien planificada parece la opción óptima en términos económicos, financieros y ambientales, al reducir al mínimo los costes de transición. Además, es preciso minimizar los riesgos físicos derivados del aumento en la frecuencia e intensidad de fenómenos climáticos extremos, que conllevan destrucción de recursos y disminución de la actividad económica estructural, afectando negativamente el crecimiento potencial.

A nivel internacional, europeo y nacional hemos fijado ambiciosos objetivos de descarbonización, con el horizonte en 2030 y 2050, y donde la Unión Europea ha asumido un rol de liderazgo. La UE ha establecido un objetivo vinculante de reducción interna neta de las emisiones de gases de efecto invernadero de, al menos, un 55 % (con respecto a los niveles de 1990) en 2030, con el objetivo de convertirse en el primer continente neutral en términos de emisiones netas para 2050. En España,

la actualización del Plan Nacional Integrado de Energía y Clima, aprobada por el Consejo de Ministros el pasado 24 de septiembre, fija un objetivo de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero del 32% en 2030 respecto a los niveles de 1990.

En paralelo, el sector empresarial también se ha sumado a este esfuerzo, mediante el establecimiento de planes encaminados a transformar sus modelos de negocio. Estos planes no son fruto de un mero ejercicio de imposición de los objetivos climáticos a nivel nacional e internacional. Por el contrario, en la mayoría de las organizaciones estas transformaciones están teniendo lugar tras la constatación de que llevar a cabo esta reorientación es óptima desde el punto de vista económico. En efecto, la inacción a nivel empresarial puede derivar en la materialización de unos riesgos físicos y de transición que pongan en peligro la rentabilidad y viabilidad de los negocios a largo plazo.

1. El marco normativo europeo para las finanzas sostenibles

Para poder llevar a cabo esta transformación, con las inversiones que llevan aparejadas, resulta fundamental canalizar adecuadamente el capital, generando los marcos de transparencia y los instrumentos apropiados para ello. Así, la Unión Europea ha desplegado una intensa y ambiciosa agenda regulatoria para poner en marcha la arquitectura de las finanzas sostenibles, y que se ha estructurado en torno a tres pilares de taxonomía, transparencia y apoyo financiero.

En primer lugar, se ha desarrollado una Taxonomía de finanzas sostenibles, como marco conceptual estructurado en torno a seis objetivos medioambientales y unos criterios de contribución sustancial a esos objetivos para distintas actividades económicas. Esta Taxonomía tiene el objetivo de identificar activos y actividades sostenibles, complementada con un marco de divulgación. A finales del año pasado se aprobó una nueva ronda de actos delegados que desarrollan el Reglamento de la Taxonomía, ampliando y revisando los criterios técnicos de selección para nuevas actividades económicas sobre los objetivos climáticos y desarrollando criterios para los restantes cuatro objetivos medioambientales. También se revisó el acto delegado que regula el reporte de indicadores de la Taxonomía.

En el segundo pilar, de divulgación, también se han producido importantes avances. A finales del año pasado se publicaron en el Diario Oficial de la UE los estándares de información en materia de sostenibilidad, que desarrollan la Directiva sobre información corporativa en materia de sostenibilidad (CSRD). Estos estándares comenzarán a aplicarse escalonadamente, y ya las grandes empresas de más de 500 empleados tendrán que elaborar sus informes de sostenibilidad para el ejercicio 2024. Esto supone un hito muy relevante, ya que aumentará la cantidad y calidad de la información en materia de sostenibilidad. El pasado 29 de octubre el Consejo de Ministros aprobó el proyecto de Ley de información empresarial sobre sostenibilidad, mediante la que se modifican el Código de Comercio, la Ley de Sociedades de Capital y la Ley de Auditoría de Cuentas, y que traspondrá la Directiva CSRD en los próximos meses. El proyecto de ley establece que el contenido del informe de sostenibilidad sea conforme al marco único de presentación de la información para todas las empresas europeas, así como la obligación de presentarlo en un formato electrónico único, que permitirá una mayor comparabilidad de la información de las empresas a nivel europeo. Además, la verificación independiente del informe sobre sostenibilidad que ya llevan a cabo las empresas españolas por exigencia de la ley vigente se regula ahora, por exigencia de la Directiva, de manera análoga a la auditoría de los estados financieros. Para cumplir todos estos objetivos se modifica la Ley de Auditoría de Cuentas y el Registro de Auditores pasa a denominarse Registro Oficial de Auditores de Cuentas y de Verificadores de Información sobre Sostenibilidad. De esta forma, el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) se encargará de la supervisión de esta actividad de verificación de la información sobre sostenibilidad, en términos análogos a la auditoría de cuentas.

Como tercer y último pilar, la acción a nivel europeo se ha desarrollado a través de la promoción de instrumentos financieros. En efecto, resulta necesario desplegar inversiones privadas e instrumentos públicos que, adecuadamente combinados, permitan afrontar la gran ambición de los objetivos climáticos, además de una política industrial y fiscal que acelere la transformación de las economías hacia modelos más sostenibles medioambientalmente. En paralelo a nivel regulatorio se han aprobado, dentro del marco de finanzas sostenibles, regímenes jurídicos dentro de la Unión Europea que regulan los índices de referencia climáticos, los bonos verdes europeos como primer producto financiero para financiar activos y actividades alineadas con la Taxonomía, o el reglamento europeo que regula el funcionamiento de las agencias de rating ESG. Este último establecerá un régimen de autorización y supervisión para proveedores de ratings ESG, con el fin de aumentar la transparencia en su actividad y la prevención de conflictos de interés.

2. El sector empresarial y el sector financiero ante la necesidad de desarrollar las finanzas sostenibles

Todo este marco normativo, que en efecto es ambicioso, necesita ahora asentarse en el tejido productivo. Es preciso un proceso de adaptación y contar con herramientas para favorecer su implementación. La adaptación del sector privado resulta fundamental para catalizar la movilización de financiación y, en última instancia, de inversión.

Para lograr este objetivo de involucración del sector empresarial en el marco de finanzas sostenibles, el sector financiero se erige como un actor que va a desempeñar un papel central en una doble vertiente. Por un lado, facilitando la movilización del ahorro y de la inversión para financiar tecnologías, productos y servicios que apoyen la transición. Esta movilización es la que precisamente pretende impulsar el marco regulatorio de finanzas sostenibles antes descrito, pero también, a nivel específico del sector bancario, el desarrollo de un marco prudencial que pretende asegurar que las entidades financieras supervisadas identifiquen, midan y gestionen adecuadamente los riesgos financieros derivados del cambio climático. Por otro lado, el sector financiero está llamado a desempeñar una labor instrumental de acompañamiento al sector privado, especialmente a las pymes, en sus procesos de transformación. Así, las entidades financieras pueden ayudar a las empresas, especialmente aquellas con un menor conocimiento de los aspectos relacionados con la sostenibilidad a por ejemplo diseñar sus planes de transición o a medir adecuadamente los riesgos a los que se enfrentan.

Este papel del sector financiero sin duda debe venir respaldado e impulsado por un proceso de colaboración público-privada y por el desarrollo de herramientas y canales de diálogo en el que participen el sector empresarial, el regulador, el supervisor y el sector financiero.

3. El Libro Verde para las Finanzas Sostenibles en España y sus acciones

Teniendo así en consideración el papel del sector financiero, del sector privado y el impulso que puede surgir de la colaboración público-privada, el Ministerio de Economía, Comercio y Empresa publicó el pasado 27 de septiembre en audiencia pública el borrador del Libro Verde sobre Finanzas Sostenibles. Se trata de un documento estratégico en el que la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional ha venido trabajando durante los últimos meses, y cuyo mandato surgió a raíz de la declaración de emergencia climática del Consejo de Ministros. Esta declaración encomendó al Tesoro tanto la aprobación de un programa de emisión de bonos verdes como la elaboración de un plan de acción de finanzas sostenibles, que finalmente ha derivado en la publicación del borrador de Libro Verde.

La elaboración de este documento ha sido el resultado de un proceso de diálogo tanto interno, con representantes de diferentes ministerios, con los supervisores del sector financiero, pero también se ha atendido a las visiones aportadas por el sector empresarial, el sector bancario, asegurador, de gestión de activos, así como de otros actores implicados en las finanzas sostenibles en España.

Con todo ello, con la vista puesta en acompañar al sector financiero y empresarial en la adaptación al marco de finanzas sostenibles, para en último término impulsar la reasignación de capital, el Libro Verde se plantea con un enfoque eminentemente práctico en el que se presentan acciones concretas que se desarrollarán a partir de su publicación definitiva. Estas acciones, que son ocho, se vertebran en tres ejes diferenciados. En primer lugar, se incluyen las acciones dirigidas a promover la adaptación del sector financiero y del sector empresarial, con especial atención a pymes, a todo el marco regulatorio de finanzas sostenibles. En segundo lugar, se presentan un grupo de acciones encaminadas a orientar el ahorro y la inversión hacia la sostenibilidad. Por último, una última acción se incluye dentro de un tercer eje diferenciado, que pretende promover la colaboración público-privada con instrumentos de gobernanza.

Las primeras tres acciones del Libro se incardinan dentro del primer eje de adaptación al marco regulatorio de finanzas sostenibles. Estas tres acciones tienen un objetivo común, pero aportan enfoques y propósitos diferenciados. No pretenden añadir carga burocrática ni tampoco crear nueva regulación sobre el marco regulatorio existente, sino que buscan facilitar la implementación con herramientas y guías, y con instrumentos que promuevan el contacto con los supervisores y el diálogo entre el sector público y el sector privado.

La primera acción es el **Sandbox de sostenibilidad**. Este Sandbox se concibe como un espacio en el que los supervisores puedan colaborar con las entidades financieras y las empresas para acelerar el aprendizaje y la utilización de herramientas regulatorias y de supervisión. La puesta en marcha de esta iniciativa puede aportar un valor añadido diferencial al promover el diálogo entre los supervisores, para que aporten su visión ante problemáticas concretas derivadas de la implementación del marco de finanzas sostenibles. En el Libro Verde se presentan algunos ejemplos como la aplicación la Taxonomía o la medición del riesgo de cambio climático que se podrían abordar en el Sandbox, si bien los temas podrían cubrir otros ámbitos.

En este *Sandbox* el sector privado podrá presentar proyectos, como alternativas de cumplimiento de una norma o metodologías, que serían abordados por los supervisores en el ámbito de sus competencias. Una vez presentado el proyecto el supervisor mejor posicionado para ofrecer una respuesta elaboraría un informe de conclusiones, que sería previamente consensuado en una comisión. Estos informes de conclusiones contribuirán así a favorecer el proceso de aprendizaje colectivo.

La segunda acción es la creación de un **repositorio de información sobre sostenibilidad**. En contraposición al Sandbox, que está dirigido al sector financiero y a actores más iniciados en la implementación del marco de finanzas sostenibles, este repositorio está concebido para que pueda ser especialmente útil para las pymes. Así, el repositorio recopilará información que pueda servir a aquellas entidades menos familiarizadas con la normativa y con la documentación a elaborar, pudiendo incluir mejores prácticas o modelos en relación con la divulgación de información relacionada con la Directiva CSRD, sobre ratios relacionados con la Taxonomía o planes de transición. Para el desarrollo de este repositorio el Libro Verde propone contar con el apoyo y la colaboración de asociaciones empresariales e instituciones como el ICEX, que se encuentran más cercanas a las necesidades particulares de las empresas. También se analizarán iniciativas que ya se hayan puesto en marcha en otros países que estén funcionando satisfactoriamente.

La tercera acción que propone el Libro Verde es la publicación de **guías sectoriales**. Estas guías explicativas pretenden ofrecer un enfoque práctico y están especialmente concebidas para el uso

por parte de las pymes. En efecto, las empresas grandes ya están empezando a demandar información a sus clientes y proveedores de menor tamaño, pymes en muchos casos. Estas guías pretenden así incentivar y ayudar a las pymes para que puedan aprovechar las oportunidades de adaptarse a un marco en el que ya se ven inmersas las empresas de mayor tamaño de cada sector. A partir de una priorización de sectores, se impulsarán los trabajos para que las asociaciones sectoriales, en colaboración con las patronales del sector financiero, elaboren y publiquen estas guías. Por concretar algunos ejemplos de ámbitos que podrían ser cubiertos, estas guías podrían plantear modelos para presentar estrategias de transición, para calcular y definir sendas de reducción de la huella de carbono o para el cumplimiento de obligaciones de diligencia debida.

Las siguientes cuatro acciones están relacionadas con la movilización de ahorro e inversión. De este modo, el Libro Verde incluye una acción de impulso a los **productos financieros verdes**. Esta acción no está concebida con el propósito de regular nuevos productos, sino que pretende tratar de identificar productos desarrollados por el sector privado, que alinean adecuadamente incentivos, pero donde pueden surgir algún tipo de cuello de botella o reto puntual desde el punto de vista regulatorio que pueda ser abordado mediante la colaboración público-privada.

En el Libro Verde se incluyen dos ejemplos de productos financieros interesantes. El primero de ellos es el *confirming* sostenible, que puede tener una gran capacidad de arrastre y movilización de las pymes, ya que permite dar acceso a capital circulante a un número muy elevado de pymes de forma simultánea. Con un diseño adecuado y con el incentivo de ofrecer acceso a mejores condiciones de financiación de circulante, el *confirming* sostenible puede actuar como estímulo para que las empresas hagan públicas sus trayectorias de descarbonización. Con productos como éste se incentiva a que las pymes diseñen estrategias y pongan a disposición datos comparables y homogéneos que puedan ser utilizados también para que las propias entidades financieras movilicen financiación verde y reverdezcan sus carteras. Otro ejemplo planteado en el Libro Verde son las hipotecas verdes, un mercado de incipiente desarrollo que puede beneficiarse de la generalización de los certificados de eficiencia energética de los inmuebles.

La quinta acción que planteamos es reforzar y visibilizar la **incorporación de las finanzas sostenibles en el marco de competencias de educación financiera de la UE**. En el marco del Plan de Educación Financiera, que el Ministerio de Economía, Comercio y Empresa viene desarrollando en los últimos años en colaboración con la CNMV, el Banco de España y la Dirección General de Seguros, se propone publicar contenidos específicos sobre finanzas sostenibles que ayuden a incorporar esta dimensión en la buena gestión de las finanzas personales. También se incluye una iniciativa para incorporar la dimensión de sostenibilidad en el currículo escolar sobre educación financiera.

La sexta acción propuesta en el Libro Verde es la elaboración de una **lista positiva de proyectos sostenibles financiados en la Línea ICO Verde**. Una de las características más novedosas del diseño de esta línea es precisamente la presencia de una lista positiva de proyectos financiados que facilite un acceso ágil a la financiación y promueva un proceso de aprendizaje para las entidades financieras y las empresas. En esta acción se pretende trabajar, con la iniciativa del Ministerio para la Transición Ecológica, en el desarrollo de criterios para identificar proyectos sostenibles, tomando como referencia las mejores prácticas a nivel internacional. El Libro Verde identifica algún precedente, como el *green eligibility checker* del Banco Europeo de Inversiones, que puede servir de inspiración.

Como última acción dentro de este segundo eje de movilización de ahorro e inversión se incluye la continuación del **desarrollo del programa de bonos verdes del Tesoro**. En el marco de este programa, el Tesoro trabajará para fomentar la diversificación en las asignaciones de fondos, incorporando nuevas categorías de gasto que den visibilidad a otros objetivos medioambientales

como pueden ser la adaptación al cambio climático. Tradicionalmente los bonos soberanos están centrados en el transporte sostenible, que son proyectos de gran cuantía y con indicadores sobre emisiones comúnmente reconocidos. Con esta propuesta se pretende ofrecer en el ejercicio de asignación de las emisiones del bono verde del Tesoro una gama de gasto verde más diversificada. Esto además permitirá involucrar a más ministerios en la definición de indicadores y aportar mayor visibilidad sobre el gasto público de carácter medioambiental de cara al inversor. Desde la emisión inaugural de 2021, en el bono verde hemos emitido un total de 13.400 millones de euros, incluyendo la última subasta celebrada en mayo de 2024. En el marco de esta acción el Tesoro trabajará también en la paulatina adaptación a los desarrollos del marco de finanzas sostenibles de la Unión Europea en este ámbito.

Por último, como acción paraguas, en el último eje de colaboración público-privada el Libro Verde propone la **creación de un Consejo de Finanzas Sostenibles**. Este Consejo se concibe como foro de coordinación público-privado dirigido a compartir y abordar los retos del marco de finanzas sostenibles. En este Consejo estará representada la Administración, los supervisores, así como representantes del sector financiero y empresarial y también expertos en materia de finanzas sostenibles que puedan aportar ideas y propuestas. El Consejo además tendrá el mandato de dar seguimiento a las acciones planteadas en el Libro Verde, actuando así como una herramienta de gobernanza. Para impulsar las iniciativas específicas planteadas en el documento el Consejo podrá crear grupos de trabajo temáticos. Así, en la audiencia pública, junto con el borrador del Libro Verde también se ha publicado un borrador de Orden Ministerial que regulará su funcionamiento.

En definitiva, con la presentación del Libro Verde se plantea una propuesta para fortalecer el marco de finanzas sostenibles a través de la colaboración de todas las partes implicadas. Pretendemos establecer espacios de diálogo y herramientas prácticas para facilitar la adaptación de empresas, especialmente pymes. La constructiva acogida recibida en la audiencia pública nos muestra que el sector privado y las instituciones financieras están plenamente involucradas. Se trata en última instancia de que todos trabajemos desarrollando soluciones que ayuden a movilizar financiación y a diseñar estrategias transformadoras dentro de las empresas.

II. La digitalización del sector financiero y su impacto en el mercado de valores

El segundo pilar fundamental sobre el que se basan las políticas nacionales y de la Unión Europea para hacer nuestras economías más competitivas, resilientes y capaces de afrontar los retos del futuro es la transición digital.

La digitalización de la economía está trayendo consigo cambios sin precedentes en todos los sectores y, en particular, en el ámbito financiero, que se encuentra a la vanguardia de este proceso de transformación. En los últimos años hemos asistido a la aparición de nuevos jugadores, como las *fintechs*, que compiten con las instituciones financieras tradicionales, aumentando la innovación, mejorando la calidad y variedad de servicios financieros y reduciendo los costes para los clientes, tanto consumidores como empresas. Por otro lado, con la transformación digital vienen apareciendo nuevos productos y servicios financieros como los criptoactivos, con tecnologías innovadoras como las tecnologías de registro distribuido, que tienen un importante potencial para mejorar la eficiencia, transparencia y seguridad de los mercados de capitales.

En cualquier caso, si bien este proceso de digitalización e innovación financiera trae importantes ventajas, también trae consigo riesgos, como son la posibilidad de aumentar la exclusión financiera derivada de servicios cada vez más digitalizados; la mayor exposición de los consumidores a fraudes cada vez más sofisticados; una mayor exposición a ciberataques, con importantes conse-

cuencias al tener cada vez más información digitalizada; así como riesgos asociados a la creciente utilización de los criptoactivos, para inversores minoristas y para la estabilidad financiera.

A nivel Unión Europea y a nivel nacional en España, se está adoptando una serie de medidas regulatorias que tienen como principal objetivo potenciar y aprovechar los beneficios que derivan de este proceso de digitalización e innovación en el ámbito financiero, al mismo tiempo que se minimizan los riesgos derivados de estas nuevas tecnologías velando por la protección del consumidor y la estabilidad financiera.

Planteamos un breve repaso de las principales medidas europeas y nacionales que se han venido adoptando en los últimos años o están actualmente sobre la mesa en el ámbito de las finanzas digitales y que muestran este doble objetivo.

1. Medidas regulatorias para potenciar las ventajas de la digitalización e innovación financiera

En los últimos años, la Unión Europea ha estado impulsando medidas legislativas que tienen como principal objetivo aprovechar y potenciar las ventajas derivadas de la digitalización e innovación financiera. En el ámbito concreto de los mercados financieros se ve un importante potencial de innovación por dos vías: en primer lugar, por la vía de las finanzas abiertas, más conocidas por su término en inglés, *open finance*; y en segundo lugar mediante el aprovechamiento de la tecnología de los registros distribuidos para las infraestructuras de mercado. Los Estados miembros están trabajando en estas dos líneas.

(i) Las finanzas abiertas (open finance)

La compartición de datos financieros permite la aparición de nuevos actores, que aumentan la competencia ofreciendo nuevos servicios de valor añadido o mejorando los existentes impulsando la innovación.

Ya en 2015, la Directiva de pagos (PSD2)¹, piedra angular de la legislación europea de pagos actualmente en proceso de revisión, introdujo por primera vez el concepto de banca abierta, u *open banking* en inglés, obligando a las entidades de crédito a compartir datos sobre las cuentas de pago de sus clientes con terceros proveedores de servicios que cuenten con licencia de proveedores de servicios de iniciación de pagos (o PISPs, por sus siglas en inglés) o de proveedores de servicio de información sobre cuentas (o AISPs, por sus siglas en inglés) a través de interfaces conocidas como APIs (*Application Programming Interfaces*).

La experiencia positiva del *open banking* ha llevado a la Comisión Europea a dar un paso más allá presentando en junio de 2023 una nueva propuesta de reglamento² conocida por sus siglas en inglés como FIDA (de Financial Data Access) que busca sentar las bases para impulsar las finanzas abiertas en la Unión. Esta nueva norma, que está en proceso de aprobación, amplía las obligaciones de compartición de datos más allá de los datos de cuentas de pagos, para abarcar una amplia variedad de productos financieros, que incluyen desde contratos de préstamo hasta productos de inversión o planes de pensiones y seguros. La norma pone el foco en el cliente financiero y en su control sobre los datos que se comparten. Para ello prevé la creación de cuadros de mando

¹ Directiva (UE) 2015/2366 del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de noviembre de 2015 sobre servicios de pago en el mercado interior y por la que se modifican las Directivas 2002/65/CE, 2009/110/CE y 2013/36/UE y el Reglamento (UE) no 1093/2010 y se deroga la Directiva 2007/64/CE.

² Propuesta de REGLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO relativo a un marco para el acceso a los datos financieros y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010, (UE) n.º 1094/2010, (UE) n.º 1095/2010 y (UE) 2022/2554.

(*data permission dashboards*, en inglés) que utilizarán los clientes para otorgar o eliminar permisos de compartición de datos.

Las negociaciones europeas avanzan a buen ritmo, aunque aún quedan algunos temas que perfilar como la posibilidad de implementar la compartición de datos de manera gradual para los distintos tipos de datos en función de la demanda; terminar de definir cuál debería ser la configuración de los esquemas a través de los cuales se compensará a las entidades financieras poseedoras de los datos por compartirlos con terceros proveedores de servicios; o especificar la interrelación entre las obligaciones de compartición de datos por parte de entidades financieras con las obligaciones de compartición de datos de entidades de otros sectores, como el sector tecnológico donde los conocidos como *gatekeepers* también tienen obligaciones en base al Reglamento de Mercados Digitales³ (más conocido como DMA, por sus siglas en inglés).

Una vez la norma sea aprobada y entre en vigor, la labor de los supervisores nacionales y europeos será crucial para garantizar su correcta implementación.

(ii) La tecnología de registro distribuido en las infraestructuras de mercado

Otra área de gran interés para impulsar la innovación en los mercados de capitales pasa por el uso de la tecnología de registro distribuido, más conocida como DLT por sus siglas en inglés (*Distributed Ledger Technology*).

Si bien su aplicación más conocida son los criptoactivos, esta tecnología tiene potencial en otros ámbitos, en concreto, en el ámbito de las infraestructuras de mercado. La tecnología de registro distribuido permite introducir programabilidad, eliminar intermediación y garantizar trazabilidad, elementos que pueden contribuir a aumentar la eficiencia, transparencia y seguridad de los procesos de emisión, negociación y liquidación de instrumentos financieros.

Precisamente por esto, en mayo de 2022, la Unión Europea aprobó el Reglamento de régimen piloto de tecnología de registro distribuido⁴. Esta norma modifica la normativa europea, en concreto, la Directiva MIFID II⁵, para aclarar que los instrumentos financieros recogidos en la norma, cuando estén emitidos en DLT, tendrán también la consideración de instrumentos financieros, siendo de aplicación toda la normativa prevista para los mismos, incluyendo, entre otros, los preceptos previstos para ofertas públicas, admisión a cotización o normas de abuso de mercado. En cualquier caso, en la medida en que la normativa tradicional de mercado de valores no está concebida teniendo en cuenta esta nueva tecnología, existe el riesgo de que existan vacíos legales o que determinados preceptos impidan o restrinjan una emisión, negociación y liquidación de instrumentos en DLT de manera eficiente. Así, aquellas infraestructuras de mercado que cumplan una serie de requisitos que las permita cualificar como infraestructuras de mercado basadas en DLT para el régimen piloto podrán solicitar exenciones temporales de algunos requisitos específicos de la normativa aplicable. De esta manera, los reguladores tratan de impulsar la innovación en este campo poniendo al mismo tiempo salvaguardias a la estabilidad financiera y a la protección del inversor.

A nivel nacional se han adoptado medidas para adaptar el ordenamiento jurídico interno a la normativa europea. En la Ley de Mercado de Valores y Servicios de Inversión⁶, aprobada en 2023, se

³ Reglamento (UE) 2022/1925 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de septiembre de 2022 sobre mercados disputables y equitativos en el sector digital y por el que se modifican las Directivas (UE) 2019/1937 y (UE) 2020/1828.

⁴ Reglamento (UE) 2022/858 del Parlamento Europeo y del Consejo de 30 de mayo de 2022 sobre un régimen piloto de infraestructuras del mercado basadas en la tecnología de registro descentralizado y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 600/2014 y (UE) n.º 909/2014 y la Directiva 2014/65/UE.

⁵ Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

⁶ Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.

introduce la posibilidad de emitir instrumentos financieros en tecnología de registro distribuido. Para dar plena seguridad jurídica a estos preceptos se está trabajando en un Proyecto de Real Decreto para la utilización de sistemas basados en Tecnología de Registros Distribuidos, inspirado en la regulación de los valores representados en anotaciones en cuenta con las adaptaciones pertinentes, que regula, con mayor grado de detalle que la ley, la emisión y negociación de este tipo de instrumentos. Como aspecto más novedoso, la norma regula los requisitos y particularidades de las entidades responsables de la administración de la inscripción y registro de estas emisiones, entidades financieras que interactúan con el proveedor de tecnología de registro distribuido y se encargan de llevar el registro de las emisiones.

2. Medidas regulatorias para mitigar los riesgos derivados de la digitalización e innovación financiera

En cualquier caso, si bien la digitalización trae oportunidades, también introduce riesgos, que debemos tratar de mitigar.

(i) Fraude

Uno de los riesgos que más aumenta con la creciente digitalización los servicios es el fraude financiero. Sin ir más lejos, desde 2019 las estafas financieras han aumentado un 75%.

Como los estafadores van actualizando continuamente su operativa, haciendo uso de nuevas tecnologías y herramientas para desarrollar métodos cada vez más sofisticados, realmente cualquiera puede ser hoy en día víctima de fraude. En cualquier caso, hay determinados grupos de población donde el riesgo es mayor, en concreto, personas de mayor edad y grupos de la población con menores habilidades digitales y, por otro lado, los jóvenes, en la medida en que están más expuestos a estos medios digitales. Así, una herramienta especialmente relevante para reducir este problema, al margen de la regulación, es la educación financiera, dirigida a la población general y a los segmentos más expuestos en particular.

En esta línea, existe en España desde el 2008 una estrategia de Educación Financiera, promovida inicialmente por Banco de España y la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV), a la que se ha unido posteriormente el Ministerio de Economía, Comercio y Empresa. La estrategia se gestiona a través de planes cuatrienales, donde se definen los objetivos y líneas generales de actuación. En el Plan de Educación Financiera vigente actualmente, se recoge la prevención del fraude como una de sus principales líneas de actuación. Así, se han venido desarrollando actividades dirigidas al público general y a segmentos particulares para informar sobre los distintos tipos de fraude y recomendar actuaciones para prevenir ser víctima del mismo.

Al margen de la estrategia de Educación Financiera, en abril de 2022, 19 entidades de naturaleza pública y privada firmaron el Plan de Acción contra el Fraude Financiero (PAFF) promovido por la CNMV, comprometiéndose a fomentar actividades que proporcionen a los consumidores herramientas para luchar contra los intentos de fraude.

(ii) Riesgos de ciberseguridad del sector financiero

Otro riesgo importante que viene de la mano de la digitalización de los servicios financieros es la mayor exposición de las entidades financieras, desde bancos hasta entidades de servicios de inversión, aseguradoras o gestoras de planes de pensiones, a ciberataques; y el mayor alcance que

este tipo de ataques pueden tener para la seguridad nacional, privacidad de los datos personales y correcto funcionamiento de la economía.

Con el objetivo de aumentar la preparación y resiliencia del sector financiero frente a ciberataques y interrupciones en las tecnologías de la información y comunicación, la Unión Europea aprobó en diciembre de 2022 el Reglamento DORA, sobre resiliencia operativa digital para el sector financiero⁷, con una Directiva⁸ de acompañamiento. DORA es una norma vertical” *lex specialis*”, que complementa y se aplica de manera preferente a la legislación horizontal europea en materia de ciberresiliencia. El Reglamento recoge obligaciones de carácter preventivo a adoptar *ex ante* por las instituciones financieras para evitar ciberataques y normas *ex post* de gestión, clasificación y notificación de ciberataques una vez se han producido para minimizar los daños. En la medida en que gran parte de las entidades financieras externalizan la provisión de servicios de tecnología de la información y comunicación en terceros proveedores, la norma introduce una serie de obligaciones para esta subcontratación. La supervisión de las obligaciones DORA se asignan a las autoridades supervisoras nacionales sectoriales, en el caso de España, al Banco de España, CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. No obstante, se prevé un marco de supervisión específico para los proveedores terceros esenciales de servicios de tecnologías de la información y comunicación, que recae fundamentalmente sobre las Autoridades Europeas de Supervisión.

Los reguladores nacionales están trabajando para transponer las disposiciones de la Directiva DORA al ordenamiento jurídico nacional, introduciendo las obligaciones en las normas nacionales sectoriales correspondientes. Se está redactando asimismo un régimen de infracciones y sanciones para casos de incumplimiento y determinando las autoridades competentes para algunos casos que exige la norma. Todo esto está recogido en el Anteproyecto de Ley de Digitalización y Modernización del Sector Financiero y el Proyecto de Real Decreto que la desarrolla, cuyos textos saldrán para Audiencia Pública a finales de 2024 con la idea de que las normas DORA puedan ser aplicables a partir del 17 de enero de 2025, tal y como exige la norma europea.

Más allá de las obligaciones europeas y en vista de la importancia que se confiere en España a la resiliencia operativa digital del sector financiero, en diciembre de 2023 se amplió en nuestro país el ámbito de aplicación del Reglamento DORA para cubrir un espectro más amplio de entidades participantes en los sistemas de pago.

(iii) Riesgos asociados a los criptoactivos

Por último, conviene hacer referencia a los criptoactivos. El desarrollo de nuevas tecnologías en el sector financiero ha contribuido a la aparición de nuevos activos financieros basados en criptografía y redes descentralizadas, como es la tecnología de registro distribuido. Estos activos y, sobre todo, la tecnología sobre la que se asientan, presenta un indudable potencial, tal y como hemos mencionado anteriormente; no obstante, también traen consigo importantes riesgos de distinta índole.

En primer lugar, la opacidad que rodea el funcionamiento y la identidad del usuario en algunos de estos activos los ha convertido en activos usados para actividades ilícitas como el blanqueo de capitales, la financiación del terrorismo o la evasión de sanciones financieras internacionales.

Por otro lado, aunque en un principio los criptoactivos nacen con el objetivo de crear un sistema de pagos alternativo al actual, descentralizado y desintermediado, eliminando el papel de los bancos centrales y comerciales, piedra angular de los medios de pago tradicionales, por el momento estos

⁷ Reglamento (UE) 2022/2554 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero y por el que se modifican los Reglamentos (CE) 1060/2009, (UE) 648/2012, (UE) 600/2014, (UE) 909/2014 y (UE) 2016/1011.

⁸ Directiva (UE) 2022/2556 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 por la que se modifican las Directivas 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/59/UE, 2014/65/UE, (UE) 2015/2366 y (UE) 2016/2341 en lo relativo a la resiliencia operativa digital del sector financiero.

activos no han conseguido cumplir las funciones del dinero y asentarse como medios de pago generalizados en la economía real. Ni siquiera las generalmente denominadas “stablecoins”, diseñadas específicamente para reducir la volatilidad y poder actuar, así, como medio de pago, han logrado este objetivo. De hecho, según datos de Bloomberg⁹, más del 90% de la transaccionalidad de las stablecoins se explica de manera endógena al ecosistema cripto, es decir, la mayor parte de las stablecoins se usan como medio de cambio para a su vez hacer transacciones en criptomonedas, pero no como medio de cambio en la economía real. No obstante, un eventual uso generalizado de este tipo de activos como medio de cambio a futuro puede suponer una amenaza para la estabilidad financiera y poner en riesgo el correcto funcionamiento del sistema de pagos y de la política monetaria.

En cualquier caso, si bien a día de hoy los criptoactivos no se usan de manera generalizada como medios de pago, estos sí han ganado importancia como activos de inversión. La elevada volatilidad de estos activos unida a la complejidad de su funcionamiento y la irreversibilidad de las operaciones que se realizan con ellos, hacen que los criptoactivos sean productos de inversión poco adecuados para inversores minoristas, que, sin embargo, se publicitan en gran medida a través de redes sociales de manera agresiva y engañosa.

Por último, conviene mencionar que la exposición a inversiones en criptoactivos por parte de las entidades de crédito amenaza con tener efectos negativos sobre la estabilidad financiera.

Para paliar todos estos riesgos, los reguladores han adoptado distintas medidas.

Dentro de éstas conviene hacer especial hincapié en la aprobación, en junio de 2023, del Reglamento europeo sobre Mercados de Criptoactivos¹⁰, más conocido como MiCA, por sus siglas en inglés. España está siendo uno de los países pioneros en la adopción de las normas MiCA, a raíz de la decisión de acortar el periodo transitorio de aplicación previsto en el Reglamento en seis meses, de forma que el Reglamento pasará a ser plenamente aplicable en España a partir de diciembre de 2025, en lugar de julio de 2026 como se prevé en la norma.

El Reglamento regula la emisión, oferta al público, admisión a negociación y prestación de servicios con criptoactivos no considerados instrumentos financieros, dejando fuera los tokens no fungibles. Para ello, la norma distingue entre fichas referenciadas a activos, fichas de dinero electrónico y otros criptoactivos, y obliga a los Estados miembros a designar autoridades supervisoras para los emisores y proveedores de servicios de los mismos. Así, en España, corresponde al Banco de España supervisar y autorizar, en su caso, la emisión de fichas referenciadas de activos y fichas de dinero electrónico, en coordinación, en algunos casos, con la Autoridad Bancaria Europea. Se prevé una serie de salvaguardas para evitar distorsiones significativas en los sistemas de pagos y abordar riesgos de política monetaria que puedan derivarse de una adopción generalizada de stablecoins como medio de pago. Por otro lado, corresponde a la CNMV controlar las ofertas y solicitudes de admisión a negociación de otros criptoactivos no stablecoins y autorizar y supervisar la actuación de los prestadores de servicios sobre criptoactivos (o CASPs). En la regulación de estos criptoactivos no stablecoins y sobre la prestación de servicios, MiCA replica en gran medida los fundamentos de la regulación tradicional para instrumentos financieros.

En el Anteproyecto de Ley de Digitalización y Modernización del Sector Financiero en el que está trabajando el Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, se recogen también medidas para garantizar que MiCA será plenamente aplicable en las fechas en que España se ha comprometido. Para ello es necesario llevar a cabo una serie de modificaciones, entre las que se encuentran: reforzar el

⁹ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-05-05/more-than-90-of-stablecoin-transactions-aren-t-real-study-finds?embedded-checkout=true>

¹⁰ Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2023, relativo a los mercados de criptoactivos y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010 y (UE) n.º 1095/2010 y las Directivas 2013/36/UE y (UE) 2019/1937.

régimen de prevención de blanqueo de capitales y financiación del terrorismo de los proveedores de servicios de criptoactivos; determinar el régimen transitorio para los prestadores de servicios de criptoactivos que venían prestando servicios sin la autorización que prevé MiCA; gestionar el traspaso del registro de proveedores de servicios de criptoactivos del Banco de España a la CNMV; o adecuar el régimen sancionador ya recogido en la Ley de Mercado de Valores y Servicios de Inversión.

Más allá de MiCA, se han introducido otras medidas para mitigar algunos de los riesgos de los criptoactivos.

Por un lado, los supervisores nacionales, europeos e internacionales vienen advirtiendo reiteradamente acerca de los riesgos que presentan los criptoactivos para inversores no especializados, mediante la emisión de recomendaciones.

Adicionalmente, la CNMV ha desarrollado, mediante la Circular 1/2022, un régimen específico al que debe sujetarse la actividad publicitaria de criptoactivos, que tiene como objetivo evitar la publicidad agresiva o engañosa. De hecho, en el Anteproyecto de Ley de Digitalización y Modernización del Sector Financiero se refuerzan las potestades de la CNMV respecto a la publicidad de criptoactivos para incluir facultados adicionales que prevé MiCA.

Por último, para reducir el riesgo que puede suponer para la estabilidad financiera la exposición de entidades de crédito a este tipo de activos, hasta que terminen de negociarse los estándares de Basilea, la CRR3¹¹ prevé un régimen transitorio prudencial de los criptoactivos, que recoge una serie de requisitos de capital, límites a la ratio de apalancamiento, requisitos específicos de liquidez y límites a la exposición de tipos específicos de criptoactivos, que limitan el riesgo que asumen estas entidades derivadas de este tipo de inversiones.

Todas estas medidas que hemos mencionado para mitigar los distintos riesgos de la digitalización e innovación financiera, además de reducir el riesgo, contribuyen a aumentar la confianza, lo que facilita que se aproveche el potencial de las tecnologías para aportar una dosis significativa de innovación, eficiencia y transparencia a nuestro sistema financiero.

III. Conclusión

La convergencia entre las finanzas sostenibles y digitales representa una oportunidad histórica para transformar el sistema financiero hacia un modelo más resiliente, inclusivo y adaptado a los desafíos contemporáneos. Las acciones descritas en este análisis reflejan el esfuerzo tanto a nivel europeo como nacional por construir marcos regulatorios que canalicen inversiones responsables y fortalezcan la seguridad y transparencia en el ámbito digital. El liderazgo de la Unión Europea y de España en esta transición busca asegurar que el crecimiento económico y el bienestar social sean sostenibles en el largo plazo, promoviendo políticas que incentiven la adaptación del sector financiero, el empresarial y la colaboración público-privada.

De cara al futuro, el éxito de estas iniciativas dependerá de la capacidad para implementar efectivamente estos marcos y de adaptar las regulaciones a los cambios tecnológicos y medioambientales emergentes. Solo con un compromiso continuo y colaborativo entre el sector público, las empresas y la sociedad civil será posible cumplir con los ambiciosos objetivos de sostenibilidad y digitalización, construyendo así un sistema financiero que impulse el desarrollo económico inclusivo y sostenible en el siglo XXI.

11 Reglamento (UE) 2024/1623 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2024, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 575/2013 en lo que respecta a los requisitos para el riesgo de crédito, el riesgo de ajuste de valoración del crédito, el riesgo operativo, el riesgo de mercado y el suelo de los activos ponderados por riesgo.