

## *Brexit*: incertidumbres y retos en el sector financiero

Paloma Marín Bona, Susana Moreno Sánchez y María García Lecuona (\*)

(\*) Paloma Marín Bona es directora del Departamento de Relaciones Internacionales y Europeas del Banco de España, y Susana Moreno Sánchez y María García Lecuona son especialistas en asuntos europeos en la División de Relaciones Europeas del mismo departamento.



### Resumen

El mapa de los servicios financieros en la Unión Europea (UE) está cambiando por efecto de la relocalización de las entidades ante el *brexit* y la consiguiente dispersión de centros financieros. Esta transformación ha estado especialmente motivada por la incertidumbre sobre el proceso de salida y la posibilidad de una salida abrupta. A ello se une la indefinición sobre el futuro marco de relaciones.

Los servicios financieros han tenido poco tratamiento durante el proceso de negociación de la salida. En ausencia de otra solución para las relaciones futuras con el Reino Unido, los regímenes de tercer país y la equivalencia centran la atención de este trabajo. Estos marcos regulatorios no fueron pensados para abordar las relaciones con un país que abandona la UE y con el que une una intensa actividad transfronteriza. Por otro lado, la prestación de servicios financieros a gran escala desde un país tercero suscita inquietud sobre su adecuada supervisión y los eventuales riesgos para la estabilidad financiera.

En este contexto, la profundización en la integración de los mercados financieros de la UE sin el Reino Unido (UE-27) se hace más necesaria que nunca. La Unión de los Mercados de Capitales (UMC) abre una ventana de oportunidad para atajar la fragmentación de mercados que el *brexit* puede generar y suplir el papel que desempeñan hoy los mercados británicos. La salida del Reino Unido de la UE reabre, además, el debate sobre el modelo de mercados de capitales europeos integrados y el grado de ambición que se quiere dar al proyecto.

## 1 Introducción

Los mercados de servicios financieros de la UE y del Reino Unido están hoy en día estrechamente interconectados, reflejo de más de tres décadas de profundización en el mercado interior.

El Reino Unido exporta cerca de 31 mm de euros en servicios financieros al resto de la UE e importa aproximadamente 5 mm en servicios financieros provenientes de los demás Estados miembros. La UE constituye para el Reino Unido el mayor mercado de exportación de servicios financieros, con el 43 % del total de las exportaciones netas de estos servicios. El Reino Unido, por su parte, representa un 24 % del sector financiero de la UE, aunque la importancia varía según los

ámbitos<sup>1</sup> [véanse Parlamento Europeo (2017a), TheCityUK (2018) y PWC (2018) según datos de Eurostat].

Esta intensa actividad transfronteriza se ha desarrollado en gran medida al amparo del denominado «pasaporte europeo», sin necesidad de establecer una filial para acceder a los respectivos mercados. En 2016, año del referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE, 8.008 entidades financieras del Espacio Económico Europeo (EEE)<sup>2</sup> hacían uso de 23.532 pasaportes para prestar servicios financieros en el Reino Unido. Por su parte, 5.476 entidades establecidas en el Reino Unido hacían uso de 336.421 pasaportes para acceder al EEE [véase Parlamento Europeo (2017a)].

Dado el carácter esencialmente regulado del sector financiero, una gran parte de la actividad transfronteriza actual no podrá seguir desarrollándose o lo hará previsiblemente en un entorno más restrictivo, inestable y/o costoso tras la salida del Reino Unido de la UE.

Numerosas entidades han anticipado las consecuencias de la ruptura expandiendo estructuras ya existentes o estableciendo nuevas entidades legales que les permitan seguir accediendo a los respectivos mercados. Así, pese a los costes que ello supone, las entidades están relocalizando operaciones, activos y personal. Esto es particularmente relevante en el caso británico, dado que muchos grupos internacionales tienen en el Reino Unido la sede central para sus actividades en la UE. En marzo de 2019 —fecha inicialmente prevista para la salida del Reino Unido—, el 39 % de las 222 mayores entidades de servicios financieros con operaciones significativas en el Reino Unido habían optado por relocalizar parte de su negocio en la UE. El valor de los activos transferidos estaría cercano al billón de libras y el número de empleados afectados ascendería a 7.000 [véanse EY (2019) y New Financial (2019)].

Esta incipiente transformación del mapa financiero europeo es consecuencia directa de la elevada incertidumbre en torno al proceso de salida del Reino Unido<sup>3</sup>.

---

1 El peso del Reino Unido en los mercados financieros de la UE es más relevante en la gestión de activos (41 %) que en el sector bancario (26 %) o de seguros (22 %). En el ámbito de las infraestructuras, el Reino Unido desempeña un papel esencial. Así, por ejemplo, el Reino Unido representa más de tres cuartas partes de la actividad de liquidación de derivados de tipos de interés denominados en euros en la UE [véanse Parlamento Europeo (2017a) y PWC (2018) según datos de Eurostat].

2 El EEE está integrado por todos los Estados miembros de la UE y por Noruega, Liechtenstein e Islandia, a los que se amplía el mercado interior de la UE. Estos tres países, a su vez, son miembros de la Asociación Europea de Libre Comercio (EFTA, por sus siglas en inglés), junto con Suiza, que no pertenece al EEE.

3 El 25 de noviembre de 2018, el Consejo Europeo refrendó el proyecto de Acuerdo de Salida y aprobó la Declaración política en la que se expone el marco de las relaciones futuras entre la UE y el Reino Unido. El Acuerdo de Salida debía concluirse formalmente antes del 30 de marzo de 2019, fecha inicialmente prevista para la salida del Reino Unido según el plazo previsto en el artículo 50 del Tratado de la Unión Europea (TUE). No obstante, el Reino Unido presentó el 20 de marzo de 2019 una solicitud de prórroga del plazo previsto en el artículo 50, apartado 3, del TUE hasta el 30 de junio, aprobada por el Consejo Europeo

Más de tres años después de la celebración del referéndum en el Reino Unido, aún no se conoce con certeza cuándo dejará de aplicarse el actual marco regulatorio, si ello ocurrirá en un momento cercano o transcurridos unos años, o si el paso hacia un nuevo marco —todavía por determinar— vendrá facilitado por un período de adaptación o se realizará sin transición alguna.

A la incertidumbre política se une el hecho de que los servicios financieros hayan recibido solo un tratamiento mínimo en el marco de las negociaciones.

El Acuerdo de Salida no contiene disposiciones específicas en relación con el sector financiero que, por ejemplo, garanticen la continuidad de las operaciones financieras o resuelvan situaciones indeseadas ocasionadas por la salida. Así, pese a que este último garantiza el *statu quo* durante un período transitorio de duración limitada<sup>4</sup>, al término de dicho período existe para el sector financiero un riesgo de disrupción, que podría atenuarse en algunos subsectores en la medida en que la UE y el Reino Unido declaren antes la respectiva equivalencia (véase apartado 3).

Por otro lado, la Declaración política sobre el marco para la futura relación entre la UE y el Reino Unido aneja al Acuerdo de Salida<sup>5</sup> solo permite vislumbrar los contornos del posible futuro régimen de acceso a los respectivos mercados financieros, que se espera tenga como eje central los regímenes de equivalencia.

Así pues, el concreto marco de acceso y las consecuencias definitivas de la salida no se conocerán hasta que se acuerde el futuro marco de relaciones.

No parece, sin embargo, que dicho acuerdo vaya a alcanzarse en un futuro cercano. La UE se ha negado a entablar negociaciones formales sobre las relaciones futuras hasta después de la ratificación del Acuerdo de Salida<sup>6</sup>. Por otro lado, la complejidad de la negociación del marco futuro de relaciones entre el Reino Unido y la UE es, por su alcance e implicaciones políticas y económicas, muy superior a la de cualquiera de los acuerdos internacionales firmados hasta ahora por la UE<sup>7</sup>. Los intereses

---

hasta el 12 de abril de 2019 o el 22 de mayo de 2019, dependiendo de la fecha en la que se aprobara el Acuerdo de Salida por el Parlamento británico (Cámara de los Comunes). Ante las dificultades para la aprobación del Acuerdo de Salida por parte de la Cámara de los Comunes, el Reino Unido volvió a solicitar una prórroga el 5 de abril de 2019. El 11 de abril de 2019, el Consejo Europeo acordó una nueva prórroga hasta el 31 de octubre de 2019. Tras la negociación de un texto revisado del Acuerdo de Salida y, en concreto, del Protocolo sobre Irlanda e Irlanda del Norte, así como de la Declaración política en la que se expone el marco de las relaciones futuras entre la UE y el Reino Unido, el 29 de octubre de 2019 el Consejo Europeo aprobó de acuerdo con el Reino Unido una nueva prórroga hasta el 31 de enero de 2020.

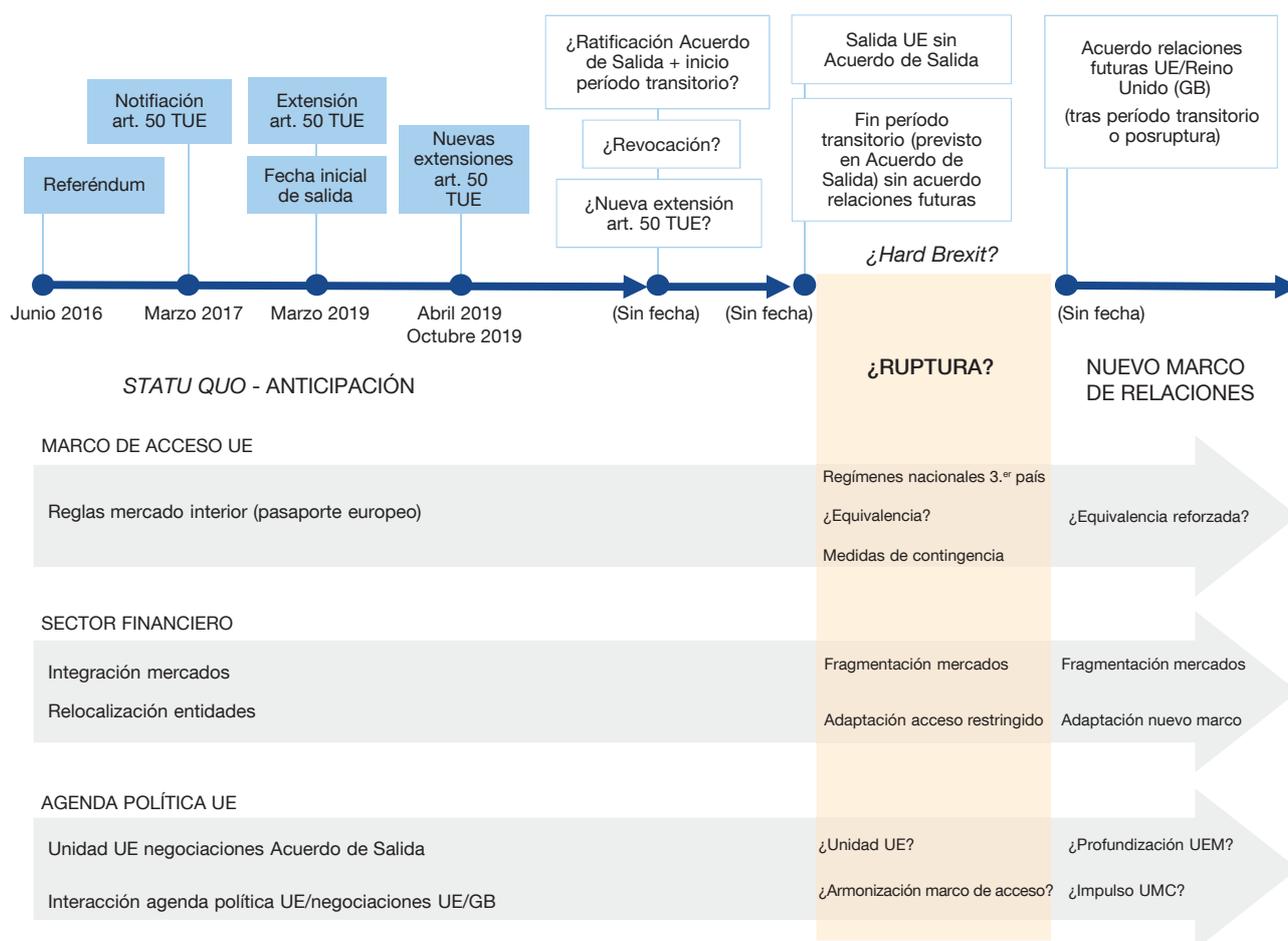
4 El Acuerdo de Salida prevé un período transitorio hasta el 31 de diciembre de 2020 (con posibilidad de extenderlo dos años) durante el cual la UE tratará al Reino Unido como si fuese un Estado miembro, excepto en lo referente a su participación en las instituciones de la UE y en las estructuras de gobernanza.

5 Véase nota 3.

6 Véanse las conclusiones del Consejo Europeo de 13 de diciembre de 2018.

7 La larga duración del proceso de aprobación del más ambicioso de los acuerdos comerciales firmados hasta la fecha, el Acuerdo Económico y Comercial Global entre la UE y Canadá (CETA, por sus siglas en

**BREXIT: INCERTIDUMBRES Y RETOS EN EL SECTOR FINANCIERO**



FUENTE: Elaboración propia.

nacionales tendrán en este contexto un peso particular, por lo que quizá no pueda esperarse de los Estados miembros la misma unidad que la mostrada hasta ahora. Esto, unido a la exigencia de unanimidad en el Consejo para aprobar este tipo de acuerdos internacionales y a las particularidades de los distintos procesos de ratificación nacionales, permite descartar que el marco futuro de relaciones pueda entrar en vigor en un futuro cercano. En este sentido, sería deseable que los servicios financieros fuesen objeto de un acuerdo específico que no dependa de los avances en otras áreas. Esta posibilidad parece contemplarse en los apartados 118 y 119 de la Declaración política (acuerdos fuera del acuerdo general, con su propia gobernanza).

Nos encontramos, pues, ante una situación de elevada incertidumbre, caracterizada por una prolongación de un *statu quo* más o menos imperfecto, unido a un riesgo

(inglés) —siete años desde que se iniciaran las negociaciones—, puede servir para indicar las dificultades que planteará la definición del todavía más complejo marco de relaciones entre la UE y el Reino Unido.

de interrupción que perdurará en tanto no se alcance un nuevo marco de relaciones entre la UE y el Reino Unido<sup>8</sup>.

Este contexto de incertidumbre prolongada no solo está transformando el mapa financiero, sino que también se refleja en la agenda política de la UE.

La influencia del *brexit* en algunas de las iniciativas legislativas es evidente. Este es el caso, por ejemplo, del refuerzo de la supervisión de las entidades de contrapartida central (CCP, por sus siglas en inglés<sup>9</sup>) o de la modificación del marco prudencial de las sociedades de inversión, así como de la propuesta de la Comisión de implicar a las Autoridades Europeas de Supervisión (ESA, por sus siglas en inglés<sup>10</sup>) en el seguimiento de las decisiones de equivalencia [véase Parlamento Europeo (2019)].

Dicha influencia es también particularmente evidente en el caso de la Unión de los Mercados de Capitales (UMC), proyecto que deberá revitalizarse con vistas a reforzar los mercados de capitales de la UE sin el Reino Unido, según se examina más adelante.

## 2 Marcos de acceso para las entidades de terceros países

La aplicación al Reino Unido del marco de acceso para las entidades de terceros países en ausencia de acuerdo supondrá para las entidades británicas un acceso a los mercados financieros de la UE mucho más limitado, restrictivo y compartimentado que el que actualmente les confiere el pasaporte europeo.

Para acceder a los mercados financieros de la UE, las entidades británicas deberán, en tanto entidades de tercer país, bien establecer una filial en algún Estado miembro —y a través de ella operar en todo el territorio de la UE en virtud del pasaporte europeo—, o bien obtener una autorización en cada uno de los Estados miembros en los que deseen prestar servicios. En este caso, las entidades británicas deberán verificar, caso por caso, si un determinado servicio financiero puede prestarse en el territorio de un Estado miembro y bajo qué condiciones. Como alternativa de acceso, algunas disposiciones de la UE permiten a las entidades de terceros países prestar determinados servicios financieros en todo el territorio de la UE sobre la base de la autorización concedida por las autoridades competentes de su país de origen

---

<sup>8</sup> Salvo que se produzca una revocación de la salida por parte del Reino Unido. El Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE) ha declarado que esta posibilidad existe en tanto no se haya producido la salida [asunto *Wightman et al.* (C-621/18)].

<sup>9</sup> *Central Counterparty Clearing Houses*.

<sup>10</sup> *European Supervisory Authorities*.

**MARCOS DE ACCESO A LOS MERCADOS FINANCIEROS DE LA UE**

Marco	Normativa aplicable	Entidades	Acceso		Autorización
			Servicios	Territorio	
Pasaporte	UE	Entidades UE	(En principio) Todos	UE	Estado miembro de origen
Equivalencia	UE	Entidades 3.ºs países	Limitados	(En principio) UE	3.º país (+ decisión equivalencia)
Regímenes nacionales	Estado miembro (+ límites UE)		Limitados	Estado miembro	Estado miembro de acogida

FUENTE: Elaboración propia.

cuando su marco regulatorio y supervisor es reconocido por la Comisión como equivalente.

## 2.1 Regímenes nacionales de tercer país

La prestación de servicios financieros en la UE por parte de entidades de terceros países está, esencialmente, sujeta a requisitos y regímenes nacionales. Dichos regímenes nacionales están poco armonizados, sin que, por lo general, estén sujetos a limitaciones importantes en el ámbito de la UE.

Así, por ejemplo, CRR II<sup>11</sup>/CRD V<sup>12</sup> permite que los Estados miembros autoricen en su territorio sucursales de un tercer país, mientras que guarda silencio sobre la prestación directa de servicios desde terceros países. MiFIR<sup>13</sup>/MiFID II<sup>14</sup>, por su parte, permite a los Estados miembros decidir sobre la prestación en su territorio de

11 *Capital Requirements Regulation II*. Reglamento 2019/876/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2019, por el que se modifica el Reglamento (UE) 575/2013 en lo que se refiere a la ratio de apalancamiento, la ratio de financiación estable neta, los requisitos de fondos propios y pasivos admisibles, el riesgo de crédito de contraparte, el riesgo de mercado, las exposiciones a entidades de contrapartida central, las exposiciones a organismos de inversión colectiva, las grandes exposiciones y los requisitos de presentación y divulgación de información, y el Reglamento (UE) 648/2012.

12 *Capital Requirements Directive V*. Directiva 2019/878/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2019, por la que se modifica la Directiva 2013/36/UE en lo que respecta a los entes exentos, las sociedades financieras de cartera, las sociedades financieras mixtas de cartera, las remuneraciones, las medidas y las facultades de supervisión, y las medidas de conservación del capital.

13 *Markets in Financial Instruments Regulation*. Reglamento 600/2014/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) 648/2012.

14 *Markets in Financial Instruments Directive*. 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.

servicios de inversión a clientes profesionales y contrapartes elegibles por entidades de terceros países en tanto la Comisión no haya adoptado una decisión de equivalencia. Por el contrario, en virtud de la Directiva de Servicios de Pago, solo las entidades de los Estados miembros pueden prestar estos servicios en el territorio de la UE.

Dentro de estos límites, los regímenes nacionales son esencialmente heterogéneos y no confieren la libre prestación de servicios o el derecho de establecimiento en otros Estados miembros de la UE. Algunos Estados miembros impiden la prestación en su territorio de determinados servicios financieros por entidades de terceros países o exigen algún tipo de presencia física, limitan el tipo de cliente al que pueden prestarse o establecen otro tipo de condiciones. El abanico de poderes supervisores es también variado. Estos pueden estar enfocados a la supervisión prudencial o tener otros objetivos, como, por ejemplo, la protección del inversor, por lo que el nivel de escrutinio sobre las entidades es muy diferente según el Estado miembro en el que prestan servicios.

## 2.2 Regímenes de equivalencia

La equivalencia —en los casos en los que está prevista en el ámbito de la UE por la normativa sectorial aplicable y ha sido efectivamente reconocida por la Comisión Europea— confiere a las entidades de terceros países un acceso a los mercados de la UE más homogéneo, aunque en todo caso limitado.

La equivalencia es el proceso por el que la Comisión evalúa y determina que un determinado marco regulatorio y supervisor extranjero es equivalente al de la UE. La decisión de equivalencia hace posible que las autoridades competentes de la UE reconozcan el marco del tercer país a los efectos de valorar el cumplimiento de determinados estándares regulatorios o supervisores de la UE. En concreto, los regímenes de equivalencia permiten evitar la duplicación de obligaciones, aplicar un régimen prudencial menos gravoso o conceder el acceso a los mercados de la UE [véase Comisión Europea (2017a)].

No existe un marco único de equivalencia para todos los servicios financieros, sino que cada acto jurídico sectorial determina su alcance, los criterios y las condiciones aplicables, así como el proceso previsto para su concesión.

La equivalencia permite un acceso solo parcial a los mercados financieros de la UE. Muchos servicios bancarios o financieros básicos, como la captación de depósitos, la concesión de préstamos y la prestación de servicios de inversión a clientes minoristas, no están amparados por un régimen de acceso basado en la equivalencia. Además, algunos regímenes de equivalencia permiten a los Estados miembros aplicar excepciones y limitar así la posibilidad de prestar servicios financieros en su territorio.

**ACCESO DIRECTO A LOS MERCADOS DE LA UE BAJO RÉGIMENES DE EQUIVALENCIA**

Sector	Acceso directo a los mercados de la UE bajo regímenes de equivalencia	
	Profesionales	Minoristas
Banca (préstamos / captación de depósitos)	No	No
Servicios de pago	No	No
Servicios de inversión	Sí	No
Fondos de inversión alternativos	Sí	No
Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios - UCITS	No	No
Mercados regulados (MiFID)		Sí
Infraestructuras de mercado (EMIR)		Sí
Agencias de calificación crediticia		Sí
Depositarios centrales de valores		Sí
Registros de operaciones		Sí
Indicadores financieros		Sí

**FUENTE:** Parlamento Europeo (2019), *Third country equivalence in EU banking and financial regulation, in-depth analysis*, marzo.

Por otro lado, algunos marcos de equivalencia incluyen condiciones suplementarias para las entidades u otros participantes del mercado, lo que supone una limitación al acceso para las entidades de terceros países. Tal sería el caso, por ejemplo, de la exigencia de inscripción o reconocimiento de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) — MiFID II, CSDR<sup>15</sup>— o de la imposición de determinadas disposiciones sustantivas (AIFMD<sup>16</sup>).

Así pues, el recurso por parte de las entidades británicas a los regímenes de equivalencia, incluso en combinación con los marcos nacionales de acceso, difícilmente permitirá mantener el actual nivel de intercambios entre el Reino Unido y la UE [véase Hohlmeier y Fahrholz (2018)].

La evaluación de la equivalencia la efectúa la Comisión Europea (DG FISMA) con el apoyo técnico de las ESA (EBA, ESMA, EIOPA)<sup>17</sup> cuando así está previsto. La evaluación incluye generalmente, además, un diálogo con las autoridades competentes del tercer país. La Comisión no está sujeta a plazo alguno y el

15 *Central Securities Depositories Regulation*. Reglamento 909/2014/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores, y por el que se modifican las directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) 236/2012.

16 *Alternative Investment Fund Managers Directive*. Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los reglamentos (CE) 1060/2009 y (UE) 1095/2010.

17 European Banking Authority, European Securities and Markets Authority y European Insurance and Occupational Pensions Authority.

proceso de evaluación suele extenderse entre dos y cuatro años antes de adoptar la correspondiente decisión administrativa<sup>18</sup>. Las decisiones de equivalencia pueden concederse por un tiempo indefinido o limitado [véase Comisión Europea (2017a)].

La equivalencia es, en última instancia, una decisión discrecional de la Comisión. Esta es libre para iniciar el proceso y también para modificar o revocar la equivalencia, lo que ofrece poca certidumbre a los operadores del mercado.

### 2.3 Aplicación de los regímenes de tercer país en el contexto del *brexit*

La aplicación de los regímenes de tercer país a las entidades británicas plantea dificultades y retos de diversa índole para la UE.

La UE y los Estados miembros han debido atajar en un primer momento los efectos disruptivos derivados de una posible salida sin acuerdo y, por tanto, sin un período transitorio que permita a las entidades y a otros actores del mercado adaptarse a la nueva situación.

La Comisión Europea ha adoptado un número limitado de medidas de contingencia para paliar perturbaciones significativas en ámbitos estrictamente definidos en los que se consideraba necesaria una actuación pública a escala europea. En el ámbito financiero, la Comisión solo ha estimado necesario adoptar medidas para afrontar los riesgos para la estabilidad financiera relacionados principalmente con los mercados de derivados<sup>19</sup>.

La actuación de los Estados miembros ha sido relativamente dispar, enmarcada solamente por una serie de principios generales enunciados por la Comisión Europea en sucesivas comunicaciones sobre los preparativos del *brexit* [véase Comisión Europea (2018a, 2018b, 2018c, 2019a, 2019b y 2019c)].

No todos los Estados miembros han adoptado medidas de contingencia para el sector financiero. Algunos han instaurado regímenes de autorización temporal que permiten a las entidades británicas continuar prestando principalmente servicios de inversión en su territorio (Italia, Austria, Suecia, Finlandia, Dinamarca e Irlanda).

---

18 Las decisiones de equivalencia pueden tomar la forma de una decisión delegada o de una decisión de ejecución, lo que supone dar cierta voz al Parlamento Europeo en el primer caso, o implicar a los representantes de los Estados miembros en el correspondiente comité de regulación en el segundo caso.

19 En concreto, la Comisión ha adoptado sendas decisiones de equivalencia temporales y condicionales en relación con las CCP y los CSD, y elaborado dos reglamentos delegados para facilitar la novación de determinados contratos de derivados negociados en mercados no regulados.

Otros, por el contrario, se han centrado en garantizar la continuidad de los contratos de servicios financieros firmados con anterioridad a la salida. Con este objetivo, el Gobierno español aprobó el Real Decreto-ley 5/2019, de 1 de marzo (RDL)<sup>20</sup>, que concede a las entidades británicas un plazo de nueve meses desde la salida para que procedan a terminar o ceder dichos contratos preexistentes, o bien a solicitar una autorización en España como entidad española o de tercer país<sup>21</sup>. Se trata de medidas similares a las adoptadas en Alemania, cuya normativa de contingencia concede a las entidades británicas un plazo de 21 meses durante el cual podrán seguir prestando servicios financieros, siempre y cuando estén estrechamente vinculados con un contrato preexistente.

Con la adopción de estas medidas, la UE y los Estados miembros han tratado de alcanzar un equilibrio entre, por un lado, garantizar la seguridad jurídica y salvaguardar la estabilidad financiera y, por otro, no perjudicar la posición negociadora de la UE. De ahí que se haya hecho recaer en los operadores económicos la responsabilidad principal de realizar los preparativos oportunos y, al mismo tiempo, se haya limitado el alcance de las medidas de carácter público.

Al margen de las medidas de contingencia, la UE deberá abordar también, en un segundo momento, los efectos derivados del uso generalizado de los regímenes nacionales de tercer país por las entidades del Reino Unido.

La prestación a gran escala de algunos servicios financieros desde fuera del territorio de la UE suscita, en particular, preocupaciones de estabilidad financiera.

El BCE carece de poderes para supervisar la prestación de servicios financieros vía sucursal o directamente desde un tercer país, siendo esto competencia de las autoridades nacionales. Esto podría permitir eludir las expectativas supervisoras del BCE dirigidas a garantizar, en el contexto de la relocalización, que todos los riesgos

---

20 Real Decreto-ley 5/2019, de 1 de marzo, por el que se adoptan medidas de contingencia ante la retirada del Reino Unido de la Gran Bretaña e Irlanda del Norte de la Unión Europea sin que se haya alcanzado el acuerdo previsto en el artículo 50 del Tratado de la Unión Europea.

21 El RDL tiene el objetivo de garantizar la seguridad jurídica y salvaguardar la estabilidad financiera y los intereses de los clientes de los servicios financieros. Constata que los contratos preexistentes mantendrán su vigencia y plenos efectos tras la salida del Reino Unido, pese a la pérdida del pasaporte europeo por parte de las entidades británicas (artículo 19, apartado 1, del RDL). Asimismo, recoge los supuestos en los que, sin perjuicio de lo anterior, resultará necesario obtener una nueva autorización para gestionar los contratos preexistentes y garantizar así su continuidad (artículo 19, apartado 2, del RDL). Para los supuestos en los que es necesario obtener una autorización para gestionar los contratos preexistentes, el RDL prevé el mantenimiento provisional de la autorización concedida por la autoridad británica competente durante un plazo de nueve meses desde su entrada en vigor para que las entidades procedan a terminar o ceder dichos contratos, o bien a solicitar una autorización en España como entidad española o de tercer país (artículo 19, apartado 3, del RDL) [véase Banco de España (2019)].

sean gestionados en el ámbito local<sup>22</sup>. Las autoridades nacionales, por su parte, no tienen una visión completa de las actividades desarrolladas en la UE por las entidades de terceros países, y tampoco la capacidad o los poderes para reaccionar al riesgo agregado en la zona del euro [Lautenschläger (2019)]. En este contexto, cabe plantearse la pertinencia de un modelo de acceso basado en filiales que garantice plenamente la gestión de los riesgos desde la UE<sup>23</sup>.

Por otro lado, la fragmentación regulatoria adquiere particular trascendencia en un momento en el que una parte significativa de los servicios financieros de la UE es prestada desde fuera del territorio de la UE. En este sentido, el *brexit* debería invitar a una reflexión sobre la conveniencia de abordar cierta armonización de los marcos nacionales de acceso para las entidades de terceros países con vistas a limitar el arbitraje regulatorio y garantizar el *level playing field* en la UE.

### 3 Marco futuro de relaciones: ¿equivalencia reforzada?

De conformidad con la Declaración política sobre el marco futuro de relaciones, la equivalencia regirá la prestación de servicios financieros *postbrexit*.

El texto de la Declaración política contempla una relación basada en marcos autónomos de equivalencia que, en definitiva, preserven la respectiva autonomía regulatoria y decisoria del Reino Unido y de la UE, en un marco de estrecha cooperación regulatoria y supervisora. Sobre esta base, ambos se comprometen a mantener bajo revisión los regímenes de equivalencia y a cooperar tanto en el proceso de concesión y retirada de las decisiones de equivalencia que les afecten (mediante mecanismos de transparencia y consulta) como en aspectos regulatorios y otras cuestiones de interés (mediante el intercambio de información y mecanismos de consulta).

Asimismo, el Reino Unido y la UE se comprometen a iniciar la respectiva evaluación de equivalencia nada más producirse la salida y a concluirla antes de julio de 2020. La eventual declaración de equivalencia en aquellos ámbitos en los que esto es posible facilitaría la transición hacia un nuevo marco de relaciones.

---

22 El BCE ha declarado que no aceptará «cascarones vacíos» en la Unión Bancaria y limitará prácticas como conferir responsabilidades duales a los administradores o la prestación de servicios a clientes en la Unión Bancaria a través de sucursales de entidades de la Unión Bancaria en el Reino Unido.

23 La exigencia de consolidación de las actividades en la UE de los grandes grupos bancarios de terceros países incluida en CRD V bajo empresas matrices intermedias de la UE (*intermediate parent undertaking*, IPU) se inscribe en esta línea. Se trata de una modificación acogida favorablemente por el BCE, que, sin embargo, había sugerido incluir las sucursales y no solo las filiales bajo los IPU.

La Declaración implica que ambas partes serán libres en un futuro para mantener, ampliar o limitar las actividades que se podrán prestar al amparo de un régimen de equivalencia y, por ende, para determinar el grado de acceso que deseen conceder a las entidades de terceros países. En este sentido, el Reino Unido y la UE no han asumido ningún compromiso concreto dirigido a permitir un acceso más amplio a sus respectivos mercados que el previsto en los actuales marcos. Por otro lado, la Declaración política supone que el Reino Unido y la UE no se concederán, en principio, un trato especial en términos de acceso respecto al que apliquen con carácter general a los terceros países.

Los contornos de la Declaración política no son, sin embargo, infranqueables, por lo que no puede descartarse que el futuro marco de relaciones exceda de alguna manera los compromisos ahora plasmados en la Declaración. Así, el Reino Unido y la UE podrían finalmente acordar un marco estructurado de cooperación que permita un alto grado de integración de los mercados financieros. En este sentido, el compromiso previsto en la Declaración política de revisar los actuales regímenes de equivalencia podría dar cabida, en la práctica, a actuaciones consensuadas o paralelas entre el Reino Unido y la UE.

El nivel de cooperación que finalmente se alcance dependerá, en gran medida, de la voluntad de ambos por mantener el mayor grado de acceso posible a los respectivos mercados, que en todo caso distará necesariamente de los beneficios de participar en el mercado interior.

El Reino Unido había abogado, en un primer momento, por un sistema de reconocimiento mutuo que, en definitiva, permitiera a las entidades británicas y europeas un acceso general y privilegiado a los respectivos mercados. Más recientemente, el Reino Unido ha propuesto un régimen de equivalencia reforzada que, entre otros aspectos, abarque un ámbito ampliado de actividades y prevea la aplicación de principios comunes y de mecanismos formales de cooperación<sup>24</sup>.

Los límites se encuentran, en última instancia —desde el punto de vista de la UE—, en la necesidad de preservar la integridad del mercado interior, lo que, en definitiva, se opone a conceder a las entidades de terceros países un acceso pleno a los mercados de la UE.

En cualquier caso, parece oportuna una reflexión sobre los regímenes de equivalencia en este nuevo entorno, en el que el Reino Unido —hasta ahora, principal proveedor de servicios financieros de la UE— se encuentra fuera de su territorio.

---

24 Libro blanco sobre «La futura relación entre el Reino Unido y la Unión Europea».

El proceso de adopción y de retirada de decisiones de equivalencia requiere, sin duda, mejoras no necesariamente vinculadas con la salida del Reino Unido [véase Comisión Europea (2017a)]<sup>25</sup>. Otras, sin embargo, resultan particularmente relevantes en el contexto del *brexit*. En concreto, cabría valorar la posibilidad de extender el ámbito de los regímenes de equivalencia a nuevos servicios, en la medida en que ello no comprometa la estabilidad financiera. Esto contribuiría a una mayor homogeneidad en el acceso a los mercados financieros de la UE. Por otro lado, en un contexto en el que una parte significativa de la demanda de servicios financieros es atendida desde fuera de la UE, adquiere especial importancia garantizar la competencia leal en los mercados. Con esta finalidad, la equivalencia debería tomar suficientemente en consideración las normas de los terceros países aplicables en materia de ayudas de Estado, competencia, fiscalidad, medio ambiente, protección laboral o blanqueo de capitales.

## 4 El futuro de los mercados financieros UE-UMC

La salida del Reino Unido de la UE motiva también una reflexión sobre el modelo de integración de los mercados financieros en una UE-27. No cabe duda de la influencia que el Reino Unido ha tenido hasta ahora en la gobernanza y en funcionamiento de estos mercados. El proyecto de la UMC cobra protagonismo y urgencia en este debate.

### 4.1 El proyecto de la UMC a 27

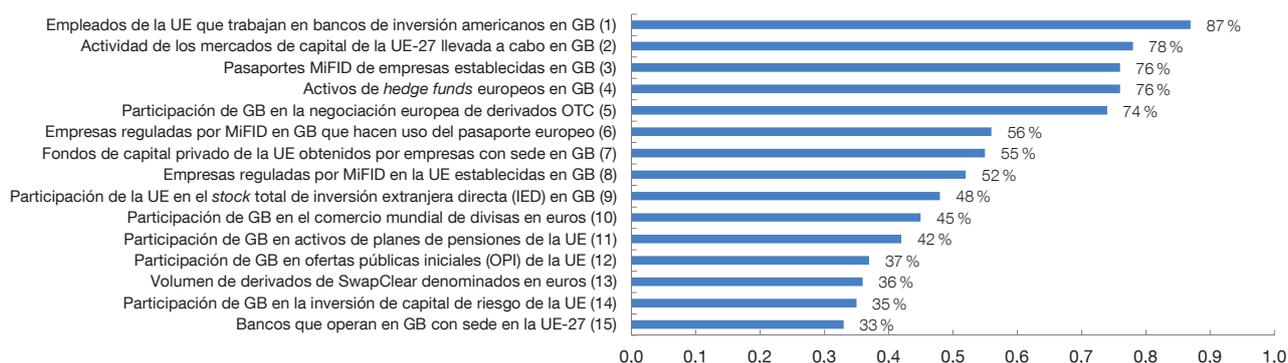
La UMC es una iniciativa de la UE lanzada en 2015. Su objetivo es profundizar e integrar los mercados de capitales de los Estados miembros. El Plan de acción del proyecto comprende un paquete de medidas que deberían llevarse a cabo entre 2015 y 2019 [véase Comisión Europea (2015)].

Desde su inicio, el modelo de UMC ha enfrentado dos visiones. Por un lado, la que considera que los avances tienen que ser graduales, evitando en el corto plazo las cuestiones sensibles políticamente y prescindiendo de cambios institucionales. Respecto a esto último, esta visión vería innecesaria la transferencia de competencias a un supervisor único europeo, defendiendo la coordinación entre supervisores nacionales como la opción más práctica. Por otra parte, se encuentra la opinión de quienes sostienen que, desde el primer momento, las reformas deben ser profundas

---

<sup>25</sup> Cabría, por ejemplo, reforzar el papel de las autoridades de supervisión, prever mecanismos de seguimiento del cumplimiento continuado de los estándares regulatorios y supervisores pertinentes o mejorar la cooperación con las autoridades competentes de los terceros países.

## INTERCONEXIÓN ENTRE LOS MERCADOS DE CAPITALES DE LA UE Y DEL REINO UNIDO (GB) (a)



**FUENTES:** (1) Bruegel, (2) Oliver Wyman, (3) EBA, (4) AIMA, (5) BIS, (6) Invest Europe, (7) EBA, (8) ONS, (9) BIS, (10) New Financial, (11) New Financial, (12) New Financial, (13) SwapClear, (14) New Financial, (15) Bank of England.

a Gráfico basado en el elaborado por New Financial [véase New Financial (2016)].

e incluir necesariamente un componente de cambio institucional [véase Ständer (2016)].

El resultado del referéndum sobre la salida del Reino Unido de la UE tuvo un impacto importante en el proyecto. Este país había sido un gran impulsor de la UMC y había desempeñado un papel relevante en la definición técnica e ideológica de su programa. Jonathan Hill, el comisario británico que había estado al frente de la iniciativa, renunció a su cargo tras conocerse el resultado del voto y fue sustituido por Valdis Dombrovskis. Hill compartía la postura defendida por el Reino Unido, que abogaba por progresos escalonados y se oponía a cambios institucionales. El traspaso de su cartera supuso una modificación en las prioridades del proyecto [véase Quaglia (2017)]. A partir de ese momento, temas como la armonización de los marcos de insolvencia, las cuestiones fiscales y los asuntos institucionales cobraron mayor protagonismo [véase Juncker (2016)].

Casi cuatro años después de la puesta en marcha de la UMC, se han conseguido progresos que están reflejándose en el desarrollo de los mercados de capitales de la UE. Por ejemplo, el porcentaje de acciones emitidas por sociedades no financieras en relación con el PIB de la UE ha aumentado desde el 36 % en 2014 al 41 % en 2018. En el caso de los títulos de deuda, el porcentaje ha pasado del 8 % al 10 %. Además, la distribución internacional de fondos de inversión con una etiqueta UE también ha aumentado de forma constante [véase Comisión Europea (2019a)].

No obstante, ya desde sus comienzos la iniciativa ha avanzado más lentamente de lo que habría cabido esperar y el proyecto está lejos de completarse. El sector empresarial europeo sigue presentando una elevada dependencia de la financiación

bancaria y los flujos de capital continúan fragmentados por país [véase Hernández de Cos (2018)]. Un estudio reciente de la industria revela que los últimos progresos han sido escasos. A pesar de la puesta en marcha de iniciativas en el marco de la UMC, en 2018 el ecosistema de los mercados de capitales de la UE se deterioró y la integración de los mercados mejoró solo ligeramente [véase AFME (2019)].

Sin duda, el voto a favor del *brexit* ha influido en el ritmo de avance de la integración de los mercados de capitales en la UE. Tras el resultado del referéndum, la atención de las instituciones europeas se ha desplazado hacia la gestión de la futura relación con el Reino Unido. Esto ha hecho que la aprobación de algunos componentes de la iniciativa se haya retrasado, a fin de evitar adelantarse al resultado de las negociaciones con el país<sup>26</sup> [véase Wright, Benson y Hamre (2019)].

## 4.2 El *brexit* relanza el proyecto

El Reino Unido alberga el mercado de capitales más relevante de la UE, del que se ha venido beneficiando el conjunto de la Unión. En la actualidad, la libre participación en estos mercados permite al sector real de la UE-27 acceder a un volumen y diversidad de recursos financieros mucho más elevados que los que se encuentran disponibles en la UE-27<sup>27</sup>. Con la salida del Reino Unido de la UE, este acceso a los mercados de capitales británicos podría perderse. El gráfico 1 muestra una selección de medidas representativas del elevado grado de interdependencia entre el Reino Unido y la UE.

Por otro lado, los mercados de capitales desarrollados contribuyen a la estabilidad financiera, al debilitar el vínculo soberano-bancario y permitir el reparto transfronterizo de riesgos. La reciente crisis ha puesto de manifiesto que un desarrollo insuficiente de los mercados de capitales, unido a una elevada dependencia bancaria, puede multiplicar los efectos negativos de las recesiones. Además, el desarrollo de canales privados para compartir el riesgo puede reducir la necesidad del recurso a mecanismos públicos de reparto de riesgos tales como las transferencias fiscales [véase Cimadomo *et al.* (2018)]. Dadas las dificultades que se están observando para avanzar en una unión fiscal en la Unión Económica y Monetaria (UEM), cobra una especial relevancia el desarrollo de un canal alternativo para hacer frente a perturbaciones negativas.

---

26 Por ejemplo, la aprobación del Reglamento (UE) 2017/2402, por el que se establece un marco general para la titulación y se crea un marco específico para la titulación simple, transparente y normalizada, sufrió importantes retrasos en su tramitación parlamentaria, debido a su posible influencia en las negociaciones del Acuerdo de Salida y del marco de relación posterior [véase Brunsten y Hale (2017)].

27 En media, la profundidad de los mercados de capitales británicos en relación con el PIB es el doble que los del resto de la Unión, siendo la de los mercados de bonos en la UE-27 tres cuartas partes de la del Reino Unido, y la de los de renta variable, alrededor de la mitad [véase Wright y Asimakopoulou (2018)].

Londres constituye un centro financiero de referencia en el mundo y carece de un sustituto claro en la UE-27. A consecuencia de ello, el traslado de negocio que se está produciendo tras el resultado del referéndum no se concentra en un único lugar. Esta dispersión de la actividad está dando lugar a una mayor fragmentación en el mercado financiero europeo.

En este contexto, es imperativo incrementar los esfuerzos para completar la UMC y suplir el papel que desempeñan hoy los mercados británicos. En repetidas ocasiones, la Comisión ha subrayado que la salida del Reino Unido de la UE hace la UMC más urgente y obliga a modificar su programa de trabajo [véanse Comisión Europea (2017b, 2018d, 2019d y 2019e)].

### 4.3 Modelo de UMC sin el Reino Unido

Nos encontramos en un momento clave del proyecto de la UMC. El plazo para completar las medidas previstas en el Plan de acción de 2015 finaliza este año y resulta esencial plantearse qué rumbo debe tomar la iniciativa a partir de ahora.

No se trata solo de aumentar el ritmo de los avances, sino también de relanzar el proyecto en términos más ambiciosos. En la actualidad, gran parte de la actividad de los mercados de capitales europeos se ha venido supervisando por un único organismo, la Autoridad de Regulación Prudencial del Reino Unido. Ello se debe a la gran concentración del negocio en ese país. El traslado del negocio a distintas partes de la UE-27 se está produciendo sin que se haya alcanzado un grado de armonización normativa y supervisora suficiente [véase Sapir *et al.* (2018)]. Esto acarrea consecuencias negativas para la coherencia en la aplicación regulatoria y supervisora<sup>28</sup>. Este aspecto es clave si se quiere garantizar que el mercado de capitales de la UE sea atractivo internacionalmente. Por tanto, resulta imprescindible avanzar en la cooperación y coordinación entre autoridades nacionales y reflexionar sobre el potencial desarrollo de una supervisión centralizada de los mercados paneuropea. No cabe duda de que una eventual reforma institucional es una de las cuestiones que genera mayor controversia. El análisis del desempeño del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) puede resultar un elemento útil en la evaluación de las distintas opciones.

Una verdadera UMC no será posible sin avanzar en cuestiones especialmente sensibles políticamente, como la armonización de los marcos de insolvencia, la fiscalidad o la reforma institucional. El enfoque en estas áreas deberá ser ambicioso,

---

28 Entre las recomendaciones que señala la industria para la vigente fase del proyecto de la UMC, se encuentra la invitación a que la UE continúe adoptando medidas incrementales para mejorar y hacer converger las prácticas de supervisión de los mercados y los marcos legales (en especial, los regímenes de insolvencia y la legislación sobre valores). Asimismo, sugiere que la UE sea un catalizador de la convergencia regulatoria global [AFME (2019)].

pero también realista y pragmático, a fin de evitar el bloqueo político del proyecto. Cabe destacar los trabajos del denominado «Grupo de expertos de alto nivel sobre la próxima UMC», que suponen un paso en la buena dirección<sup>29</sup>. Entre las múltiples medidas que propone este grupo, se encuentran algunas acciones para avanzar en estos ámbitos políticamente sensibles. Así, por ejemplo, sugiere la armonización de los regímenes de insolvencia aplicables a las entidades de crédito, el establecimiento de un procedimiento armonizado para el reembolso de las retenciones fiscales a los inversores y el diseño de un modelo de supervisión de los distintos componentes de los mercados de capitales organizado de acuerdo con sus respectivos niveles de integración [véase The Next CMU High-Level Group (2019)].

Por otro lado, casi simultáneamente a la publicación de las conclusiones del citado grupo, la Comisión ha convocado a expertos de diferentes sectores a participar en el Foro de alto nivel sobre la UMC. El Foro debería ayudar a la Comisión a acelerar sus progresos mediante la definición de recomendaciones específicas.

Estas iniciativas son bienvenidas. No obstante, será necesario identificar cuáles de las medidas que sugieran son prioritarias y que estas se plasmen en propuestas legislativas concretas suficientemente ambiciosas.

Asimismo, es esencial que los progresos en el desarrollo de los mercados de capitales se complementen con otras iniciativas. La UMC no pretende sustituir la financiación bancaria, sino complementarla. Por tanto, este proyecto se encuentra íntimamente ligado y complementa al de la Unión Bancaria. Esta última se encuentra también incompleta, por lo que es imperativo continuar haciendo avances; en particular, en el desarrollo de un Mecanismo de Garantía de Depósitos Europeo (EDIS, por sus siglas en inglés<sup>30</sup>). Es prioritario progresar en ambas iniciativas, dado que constituyen elementos clave para reforzar la UEM. El próximo ciclo institucional de la UE será esencial para lograr avances en estos dos ámbitos.

## 5 Conclusiones

Los actuales regímenes nacionales de tercer país y el régimen de equivalencia no fueron pensados para abordar las relaciones con un país que abandona la UE y con el que une una intensa actividad transfronteriza en el ámbito de los servicios financieros.

---

29 El grupo, creado en mayo de 2019 a propuesta de los ministros de Finanzas de Alemania, Francia y Países Bajos, está compuesto por técnicos con experiencia pública, privada y académica, procedentes de Alemania, Francia, Países Bajos, Italia, España, Polonia y Suecia. Sus conclusiones se han plasmado en un informe publicado en octubre de 2019.

30 *European Deposit Insurance Scheme*.

Esto motiva una reflexión sobre la conveniencia de hacer ajustes en la línea de una mayor armonización de los regímenes de tercer país, así como de una equivalencia mejorada. Los límites se encontrarían en la necesidad de preservar la integridad del mercado interior, lo que se opone a conceder a las entidades de terceros países un acceso pleno a los mercados de la UE.

Ante un escenario de servicios financieros más fragmentados por el *brexit*, la UMC abre una ventana de oportunidad para avanzar hacia una mayor integración en una UE-27. El *brexit* debe servir de acicate para repensar el modelo de servicios financieros y, al mismo tiempo, suplir el papel que desempeñan hoy los mercados británicos. La UMC se vislumbra, además, como la iniciativa menos controvertida de cuantas integran el paquete de reformas dirigidas a reforzar la UEM.

A la luz de este panorama incierto sobre el futuro entramado de los servicios financieros entre la UE y el Reino Unido, el proyecto de la UMC debe ser prioritario en la agenda política de la UE. Se debería apostar por relanzarlo en términos más ambiciosos.

## BIBLIOGRAFÍA

AFME (2019). *Capital Markets Union – Key Performance Indicators*, segunda edición.

Banco de España (2019). «Artículo 19 (“servicios financieros”) del Real Decreto-ley 5/2019, de medidas de contingencia ante la retirada del Reino Unido de la Unión Europea sin que se haya alcanzado el acuerdo previsto en el artículo 50 del TUE», nota informativa, abril.

Brunsdon, J., y T. Hale (2017). «Plan to boost EU securitization market stalls over Brexit», *Financial Times*.

Cimadomo, J., S. Hauptmeier, A. A. Palazzo y A. Popov (2018) «Risk sharing in the euro area», *Boletín Económico*, BCE.

Comisión Europea (2015). Comunicación de la Comisión, «Plan de acción para la creación de un mercado de capitales» [COM (2015) 468 final, de 30.9.2015].

– (2016). Comunicación de la Comisión, «Unión de los mercados de capitales: acelerar la reforma» [COM (2016) 601 final, de 14.9.2016].

– (2017a). *EU equivalence decisions in financial services policy: an assessment*, Commission staff working document, SWD (2017) 102 final.

– (2017b). Comunicación de la Comisión, «Revisión intermedia del plan de acción para la unión de los mercados de capitales» [COM (2017) 292 final, de 8.6.2017].

– (2018a). Comunicación de la Comisión, «Preparación de la retirada del Reino Unido de la Unión Europea el 30 de marzo de 2019» [COM (2018) 556 final, de 19.7.2018].

– (2018b). Comunicación de la Comisión, «Preparación de la retirada del Reino Unido de la Unión Europea el 30 de marzo de 2019: Plan de Acción de Contingencia» [COM (2018) 880 final, de 13.11.2018].

– (2018c). Comunicación de la Comisión, «Preparación de la retirada del Reino Unido de la Unión Europea el 30 de marzo de 2019: aplicación del Plan de Acción de Contingencia de la Comisión» [COM (2018) 890 final, de 19.12.2018].

– (2018d). Comunicación de la Comisión, «Es el momento de dar un impulso definitivo a la plena realización de la Unión de los Mercados de Capitales en 2019» [COM (2018) 114 final, de 8.3.2018].

– (2019a). Comunicación de la Comisión, «Medidas para abordar el impacto de la retirada del Reino Unido de la Unión sin acuerdo: enfoque coordinado de la Unión» [COM (2019) 195 final, de 10.04.2019].

– (2019b). Comunicación de la Comisión, «Estado de las medidas de preparación y contingencia frente a la retirada del Reino Unido de la Unión Europea» [COM (2019) 276 final, de 12.6.2019].

– (2019c). Comunicación de la Comisión, «Últimos preparativos para la retirada del Reino Unido de la Unión Europea el 1 de noviembre de 2019» [COM (2019) 394 final, de 4.9.2019].

– (2019d). Comunicación de la Comisión, «Unión de los Mercados de Capitales: progresos realizados en la creación de un mercado único de capitales al servicio de una Unión Económica y Monetaria sólida» [COM (2019) 136 final, de 15.3.2019].

– (2019e). Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council and the European Central Bank Deepening Europe's Economic Monetary Union, «Taking stock four years after the Five Presidents' Report».

De Guindos, L. (2018). *Promoting the stability and efficiency of EU financial markets beyond Brexit*, noviembre.

EY (2019). *EY Financial Services Brexit Tracker: Financial Services firms put contingency plans in action as asset and job relocation continues to increase*, marzo.

Hernández de Cos, P. (2018). «La unión monetaria: los riesgos de una obra en construcción», *Anuario del euro 2018*, Fundación de Estudios Financieros y Fundación ICO.

Hohlmeier, M., y C. Fahrholz (2018). «The Impact of Brexit on Financial Markets – Taking Stock», *International Journal of Financial Studies*, 6(3), p. 65.

Juncker, J. C. (2016). «Complementary Mission Letter Valdis Dombrovskis Commissioner for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union», carta fechada el 21 de septiembre de 2016.

Lautenschlägel, S. (2019). «A supervisory perspective on 2019 and beyond», enero.

- Moghadam, R. (2017). «How a post-Brexit redesign can save the capital markets union», *Financial Times*.
- New Financial (2016). *Beyond Brexit: what next for European capital markets?*
- (2019). *The New Financial Brexitometer. Analysis of how the banking & finance industry has responded to Brexit – and who is moving what to where*, marzo.
- Norton Rose Fulbright (2019). *Brexit: Doing business in the EU*, febrero
- Parlamento Europeo (2017a). *Implications of Brexit on EU Financial Services. Study for the ECON Committee*.
- (2017b). *Understanding equivalence and the single passport in financial services. Third-country access to the single market. Briefing*, febrero.
  - (2017c). *The UK's Potential Withdrawal from the EU and Single Market Access under EU Financial Services Legislation, in-depth analysis*, enero.
  - (2019). *Third country equivalence in EU banking and financial regulation, in-depth analysis*, marzo.
- PWC (2018). *Impact of loss of mutual market access in financial services across the EU27 and UK*.
- Quaglia, L. (2017). «SPERI Paper No. 38: European Union Financial Regulation, Banking Union, Capital Markets Union and the UK», *Diverging Capitalisms*, Palgrave Macmillan, pp. 99-123.
- Sapir, A., N. Veron y G. Wolff (2018). «Making a reality of Europe's Capital Markets Union», *Policy Contribution*, Bruegel.
- Ständer, P. (2016). *What Will Happen with the Capital Markets Union After Brexit?*, Jacques Delors Institut.
- The Next CMU High-Level Group (2019). «Savings and Sustainable Investment Union».
- TheCityUK (2018). *Key Facts about the UK as an International Financial Centre*, noviembre 2016.
- Wright, W. (2016). «Beyond Brexit: What next for European Capital Markets?», New Financial.
- Wright, W., y P. Asimakopulos (2018). «A decade of Change in European Capital Markets», New Financial.
- Wright, W., C. Benson y E. Hamre (2019). «Report: Brexit & the City – the impact so far», New Financial.