

# Paquete de la Comisión Europea relativo a la integración del mercado: principales modificaciones para la mejora de la postnegociación en los mercados de instrumentos financieros en la Unión Europea

Febrero 2026

El 4 de diciembre de 2025 la Comisión Europea (CE) presentó el denominado paquete de integración del mercado, el cual se enmarca en su Estrategia para la Unión de Ahorros e Inversiones (SIU, por sus siglas en inglés), publicada en marzo de 2025, y que busca la dinamización del ahorro y la inversión en la Unión Europea (UE).

Mediante esta iniciativa, la CE persigue dos grandes objetivos: (a) integración y escala<sup>1</sup> y (b) supervisión eficiente del mercado único. Estos objetivos se articulan a través de diversas propuestas legislativas<sup>2</sup> en las que se incluyen diferentes medidas, como centralizar parte de la supervisión en la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) o facilitar la prestación de servicios entre Estados miembros, entre otras. En particular, respecto del área de la postnegociación, resultan de especial interés las modificaciones propuestas en el Reglamento de infraestructuras de mercado<sup>3</sup> (EMIR, por sus siglas en inglés) y el Reglamento de depositarios centrales de valores<sup>4</sup> (CSDR, por sus siglas en inglés)<sup>5</sup>.

Adicionalmente, el paquete incluye un estudio, encargado por la CE a las consultoras Bourse Consult y Civitta, sobre la consolidación y reducción de la fragmentación en las infraestructuras de negociación y postnegociación. En él se incide en la fragmentación existente<sup>6</sup> y se señala que los mercados de capitales de la UE, con su configuración actual, no permiten alcanzar los objetivos de la SIU, por lo que el documento propone, entre otras medidas, avanzar hacia una infraestructura de mercado integrada a escala europea<sup>7</sup>.

Este artículo desarrolla, a continuación, las principales propuestas de la CE que afectan a las entidades de contrapartida central (ECC) y los depositarios centrales de valores (DCV).

<sup>1</sup> Un objetivo principal es reducir la fragmentación de los mercados de capital de la UE. La CE, en un ejercicio de comparación, indica que en la UE existen 14 entidades de contrapartida central y 32 depositarios centrales de valores, frente a ocho ECC y dos DCV en EE. UU.

<sup>2</sup> El paquete contiene modificaciones a la legislación actual mediante un reglamento maestro, una directiva maestra y un nuevo Reglamento de firmeza en la liquidación (SFR, por sus siglas en inglés).

<sup>3</sup> [Reglamento \(UE\) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.](#)

<sup>4</sup> [Reglamento \(UE\) no 909/2014 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.](#)

<sup>5</sup> También es importante mencionar que el paquete incluye, como se ha indicado anteriormente, una propuesta de Reglamento sobre la firmeza de la liquidación que sustituirá a la directiva vigente en esta materia y modificará la Directiva 2002/47/CE sobre acuerdos de garantía financiera. Mediante esta iniciativa la CE pretende garantizar un régimen homogéneo e incorporar los sistemas que utilicen la tecnología del registro distribuido al marco de la firmeza en la liquidación, siempre que cumplan determinadas condiciones.

<sup>6</sup> Por ejemplo, el estudio calcula que el coste anual de los depositarios centrales de valores para la industria en la UE ronda los mil millones de euros, lo que representa el doble del coste anual que soporta la industria de EE.UU.

<sup>7</sup> La idea propuesta en este documento es la creación de un Área Única Europea de Mercados de Capitales con supervisión centralizada para aquellos Estados miembros que hayan optado por ello (modelo opt-in), además de un régimen jurídico y tributario de valores armonizado y unas infraestructuras de mercado competitivas basadas en el acceso directo y la interoperabilidad. El estudio también contiene una serie de medidas a corto plazo, como la armonización mediante reglamentos, la supervisión centralizada de entidades de contrapartida central transfronterizas significativas o la reforma de la gobernanza de Target2-Securities, entre otras. («TARGET2-Securities (T2S) es una plataforma única paneuropea, propiedad del Eurosistema, que facilita la liquidación centralizada en dinero de banco central de las operaciones de valores en euros o en otras monedas. Agrupa en una misma plataforma las cuentas de valores y de efectivo, lo que le permite ofrecer un servicio de liquidación integrado, neutral, sin fronteras y muy avanzado en cuanto a las funciones de que dispone». Fuente: [Banco de España.](#))

Pregunta

### **¿Cuáles serían los principales cambios respecto a las ECC?**

Respuesta

El paquete diferencia entre ECC «significativas» y «menos significativas» — lo que tiene importantes implicaciones en su supervisión —. Para que una ECC sea considerada como significativa debe cumplir alguna de las siguientes condiciones:

- Interés abierto medio superior a 100 mil millones de euros de las operaciones con instrumentos financieros<sup>8</sup>, durante el año anterior a la evaluación.
- Saldo vivo nocional bruto medio en derivados extrabursátiles (OTC, por sus siglas en inglés) superior a 500 mil millones de euros, durante el año anterior a la evaluación.
- Margen inicial agregado y contribuciones al fondo de garantía frente a incumplimientos para las cuentas mantenidas por los miembros compensadores de la ECC, calculados en términos netos a nivel de cuenta de miembro compensador, superiores a 25 mil millones de euros, durante el año anterior a la evaluación.
- La ECC pertenece al mismo grupo que: (1) una ECC establecida en la UE o establecida en terceros países y considerada sistémica por la Unión (nivel 2 o *Tier 2*, en inglés) y/o (2) un DCV o centro de negociación cuya autoridad competente sea ESMA.
- Cesión voluntaria de la supervisión por el Estado miembro a ESMA.

En consecuencia, aunque la competencia de supervisión de una ECC corresponda inicialmente a una ANC, en el momento en que ESMA, tras su evaluación, determine que debe ser considerada como significativa, la autoridad europea asumirá la competencia de su supervisión, para lo que podrá contar con un periodo de adaptación no superior a los seis meses. Por otro lado, si una ECC deja de cumplir alguno de los criterios mencionados durante 36 meses, ESMA adoptará una decisión señalando que la entidad ha perdido su consideración de significativa. En este caso, la ANC, que sustituya a ESMA en su supervisión, contará con un periodo de adaptación máximo de 24 meses para asumir esta competencia. Además, ESMA asumirá la obligación de revisar anualmente si las ECC significativas cumplen, al menos, una de las condiciones mencionadas. En esta misma línea, antes de que una persona jurídica establecida en la UE solicite autorización como ECC a una ANC, deberá consultar con la autoridad europea, a través de una base de datos central, si cumple con alguna de las condiciones anteriormente señaladas.

En cualquier caso, a pesar de la transferencia de competencias a ESMA, las denominadas «autoridades

pertinentes»<sup>9</sup> seguirán implicadas en la autorización y supervisión de las ECC significativas, por lo que la autoridad europea celebrará acuerdos de cooperación con ellas, donde reflejará el reparto de responsabilidades y las modalidades prácticas de cooperación<sup>10</sup>.

Además, ESMA consultará a los bancos centrales de emisión (ya sean el BCE o los bancos centrales nacionales) en las evaluaciones que tenga que realizar a las ECC significativas sobre los siguientes asuntos: requisitos de márgenes, controles del riesgo de liquidez, requisitos de garantías, revisión de modelos, pruebas de resistencia y pruebas retrospectivas, así como liquidación y aprobación de acuerdos de interoperabilidad<sup>11</sup>.

Respecto a las ECC menos significativas, las AC deberán recibir el dictamen de ESMA, o de los colegios según proceda, antes de la adopción de ciertas decisiones, informes y otras medidas que la CE ha considerado más trascendentales.

En casos de emergencia de una o varias ECC con efectos desestabilizadores en los mercados transfronterizos, incluso potencialmente, ESMA (a través de su Comité Ejecutivo) deberá coordinar a las AC, autoridades de resolución y colegios (solo en el caso de las menos significativas), con el fin de preparar una respuesta coordinada. Cuando se trate de ECC significativas, también deberá contar con las autoridades pertinentes.

<sup>8</sup> Se incluyen: operaciones de financiación de valores, derivados negociables en mercados organizados o instrumentos no financieros compensados por la ECC.

<sup>9</sup> Tendrán la consideración de autoridades pertinentes las siguientes: (1) la ANC de origen de la ECC; (2) las ANC de sus miembros compensadores más activos establecidos en los tres Estados miembros con mayor contribución al fondo de garantía - que se debe calcular durante un período de un año - incluido, cuando proceda, el Banco Central Europeo (BCE) en el marco de la supervisión prudencial de entidades de crédito dentro del Mecanismo Único de Supervisión; (3) las autoridades competentes (AC) de los centros de negociación atendidos por la ECC; (4) las AC de los DCV vinculados a la ECC; (5) el BCE, si la ECC compensa, o tiene la intención de compensar, instrumentos financieros y no financieros en euros y (6) los respectivos bancos centrales nacionales de la UE si la ECC compensa, o tiene la intención de compensar, instrumentos financieros y no financieros en monedas emitidas por estos.

<sup>10</sup> Por ejemplo, tareas de supervisión, preparación de decisiones o informes, como garantizar la estabilidad financiera o hacer frente a situaciones de emergencia.

<sup>11</sup> En concreto, lo contenido en los artículos 41, 44, 46, 49, 50 y 54 de EMIR.

Pregunta

**¿Cuáles serían los principales cambios respecto a los DCV?**

Respuesta

La CE propone que ESMA sea la autoridad competente para los DCV significativos, por lo que asumiría la mayoría de las competencias relacionadas con su autorización, supervisión y cumplimiento. Para que un DCV sea considerado como significativo debe cumplir, al menos, alguna de las siguientes condiciones:

- Los dos requisitos del artículo 11 bis, apartado 1. Estos son: (1) el DCV gestiona un sistema de liquidación que liquida más del 5 % de las instrucciones de liquidación por valor anualmente liquidadas en la UE y (2) el DCV tiene una importancia sustancial para, al menos, tres Estados miembros de acogida<sup>12</sup>.
- Pertener al mismo grupo que: (1) un DCV establecido en otro Estado miembro y/o (2) un DCV, una ECC o un centro de negociación en el que ESMA sea la autoridad competente.
- Operar un sistema de liquidación de valores regido por la legislación de un Estado miembro diferente al de origen, cuando el sistema haya sido diseñado en base al artículo 3 del Reglamento de firmeza en la liquidación.
- Cesión voluntaria de la supervisión por el Estado miembro a ESMA.

En consecuencia y de manera similar a las ECC, aunque la competencia de supervisión de un DCV corresponda inicialmente a una ANC, en el momento en que ESMA, tras su evaluación, determine que debe ser considerado

como significativo, la autoridad europea asumirá la competencia de su supervisión. Otros aspectos relacionados con esta evaluación, mencionados en la pregunta anterior respecto a ECC, son aplicables también en este caso.

Asimismo, ESMA celebrará acuerdos de cooperación con la ANC y las autoridades pertinentes para cada DCV significativo. También esta autoridad ejercerá un papel de coordinación entre las AC, las autoridades pertinentes y los colegios supervisores para los DCV menos significativos con el fin de garantizar consistencia en las prácticas de supervisión o en situaciones de emergencia, entre otros. Igualmente, las AC deberán solicitar un dictamen a ESMA antes de adoptar determinadas decisiones.

Por otro lado, se propone flexibilizar el uso del pasaporte europeo, pasando el DCV a tener que hacer una notificación *ex post* si comienza a ofrecer sus servicios a emisores de otro Estado miembro.

Por último, la CE realizó durante 2025 una consulta pública sobre las barreras existentes para la integración y modernización de las infraestructuras de postnegociación. De las respuestas recibidas, se desprende que el sector demanda adaptaciones que permitan asegurar la innovación tecnológica y la competencia leal. En este sentido, la CE propone permitir a los DCV ofrecer sus servicios mediante el uso de la tecnología de registro descentralizado (DLT, por sus siglas en inglés), junto a la liquidación de valores en efectivo en fichas de dinero electrónico.

<sup>12</sup> A continuación, en el artículo 11 bis, apartado 2, se recoge los elementos para determinar la importancia sustancial de un DCV para un Estado miembro de acogida, debiendo cumplir, al menos, uno de los siguientes:

(a) que el valor de mercado agregado o, cuando no esté disponible, el valor nominal de los instrumentos financieros emitidos por emisores constituidos en el Estado miembro de acogida registrados inicialmente o mantenidos de forma centralizada en cuentas de valores por el DCV represente al menos el 15 % del valor total de los instrumentos financieros emitidos por todos los emisores del Estado miembro de acogida registrados inicialmente o mantenidos de forma centralizada en cuentas de valores por todos los DCV autorizados en la Unión;

(b) que el valor de mercado agregado o, cuando no esté disponible, el valor nominal de los instrumentos financieros mantenidos de forma centralizada por el DCV en cuentas de valores para participantes y otros titulares de cuentas de valores del Estado miembro de acogida represente, al menos, el 15 % del valor total de los instrumentos financieros mantenidos de forma centralizada en cuentas de valores por todos los DCV autorizados en la Unión para todos los participantes y otros titulares de cuentas de valores del Estado miembro de acogida;

(c) que el valor anual de las instrucciones de liquidación relativas a operaciones con instrumentos financieros emitidos por emisores del Estado miembro de acogida y liquidadas por el DCV represente, al menos, el 15 % del valor anual total de todas las instrucciones de liquidación relativas a operaciones con instrumentos financieros emitidos por emisores del Estado miembro de acogida y liquidadas por todos los DCV autorizados en la Unión;

(d) que el valor anual de las instrucciones de liquidación liquidadas por el DCV para participantes y otros titulares de cuentas de valores del Estado miembro de acogida represente, al menos, el 15 % del valor anual total de las instrucciones de liquidación liquidadas por todos los DCV autorizados en la Unión para participantes y otros titulares de cuentas de valores del Estado miembro de acogida; y

(e) que el DCV gestione un sistema de liquidación de valores regulado por la legislación del Estado miembro de acogida designado de conformidad con el artículo 3 del [Reglamento (UE).../... sobre la firmeza de la liquidación].

Pregunta

**¿Qué propone la Comisión para mejorar el acceso a los DCV, las ECC y los centros de negociación?**

Respuesta

Con el objetivo de alcanzar una mayor integración en el ámbito de la postnegociación en la UE, la CE considera indispensable facilitar la liquidación transfronteriza de los valores y, para ello, propone mejorar la conectividad de los DCV exigiendo enlaces entre ellos. Mediante estos enlaces, un DCV puede tener acceso a los servicios de otro DCV y, de esta manera, los participantes del primero pueden hacer uso de los servicios del segundo. No obstante, la CE distingue entre los DCV considerados como nodales o *hub*<sup>13</sup>, que actuarán como nodos centrales de actividad y deberán estar conectados bilateralmente entre ellos, y el resto de DCV (*spoke*), que

deberán estar conectados bilateralmente, al menos, a un DCV nodal (*CSD hub*, en inglés). No obstante, excluye de estas obligaciones tanto a los sistemas de liquidación, como a los de negociación y liquidación, basados en la DLT que sean operados por un DCV.

Además, los DCV que liquiden en una moneda compatible con T2S deberán conectarse a la plataforma y ofrecer a sus participantes la opción de liquidar en T2S. En el caso español, Iberclear se encuentra conectado desde 2017.

También, con el fin de promover la integración del mercado, el paquete busca facilitar tanto el acceso de los centros de negociación a la compensación de derivados extrabursátiles en ECC como el acceso de las ECC a los flujos de los datos de negociación de los centros de negociación. Para ello, la CE propone ampliar el papel de ESMA en la tramitación de estas solicitudes de acceso (de los centros de negociación a las ECC y viceversa). Asimismo, revisa las condiciones de acceso en ambos casos para restringir el número de situaciones que pueden dar lugar a rechazos en su concesión o retrasos, permitiendo, incluso, que ESMA intervenga en caso de conflictos entre las partes<sup>14</sup>. Además, prohíbe a los centros de negociación que impidan el acceso a sus flujos de datos de negociación para las operaciones en las que participen dos contrapartes que hayan optado por compensar una operación, ejecutada en su centro, a través de dos ECC diferentes, siempre que estas entidades hayan establecido previamente acuerdos de interoperabilidad entre ellas.

<sup>13</sup> El artículo 48 bis, apartado 1 define un DCV nodal como (1) aquel DCV significativo que no forma parte de un grupo de DCV, o (2) si es el único DCV significativo dentro de un grupo. Cuando dos o más DCV significativos de un grupo cumplan los criterios establecidos en el artículo 11 bis.1, el grupo designará a uno de ellos como nodal. En el caso de que un DCV deje de cumplir los citados requisitos durante tres años, ESMA notificará a los DCV, que tendrán 18 meses para conectarse a un nuevo DCV nodal.

<sup>14</sup> Por ejemplo, en ningún caso se podrá argumentar una posible reducción de ingresos para la ECC, el DCV, el centro de negociación o el grupo del que forme parte.

Pregunta

**¿Cuáles serían los cambios principales que afectarán a la supervisión de ESMA?**

Respuesta

De conformidad con lo anteriormente comentado, de adoptarse las propuestas de la CE, ESMA pasaría a supervisar — incluyendo la capacidad de sancionar — a las ECC y los DCV significativos, lo que implicaría, según los cálculos de la propia CE, la transferencia de nueve ECC y 15 DCV.

Por otro lado, es importante destacar que la autoridad europea será la encargada de autorizar los posibles acuerdos de interoperabilidad tanto de las infraestructuras de mercado significativas como de las menos significativas.

En cuanto a la gobernanza de ESMA sobre esta materia, se propone eliminar el actual Comité de Supervisión de ECC y transferir sus competencias al futuro Comité Ejecutivo de ESMA.

Además, ESMA pasaría a presidir el colegio de supervisores de las infraestructuras del mercado menos significativas. Sin embargo, para las infraestructuras significativas desaparece el colegio y se da un plazo de un año para su disolución desde su calificación como tal.

Por último, otro aspecto importante a destacar es que la CE propone la creación y el mantenimiento por ESMA de una base de datos central electrónica que permita el intercambio de documentos e información entre las entidades supervisadas, otros supervisores y la propia ESMA, con el fin de que todas ellas tengan acceso a la información que precisan respecto de cada entidad autorizada para poder cumplir con sus funciones y tareas.

Este artículo es un resumen no oficial de documentación pública redactada por la Comisión Europea y no refleja necesariamente la posición oficial de la CNMV, sus directivos o resto del personal sobre las materias objeto de este documento.

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

**Enlace de interés:**

[Market integration package - Finance - European Commission](#)