

ESTADO ACTUAL DEL PROCESO DE REFORMA DE LA COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN BURSÁTIL EN ESPAÑA

En línea con su compromiso de informar periódicamente del estado del proyecto de reforma del sistema español de compensación y liquidación, que se inició con el documento puesto a consulta pública entre el 12 de febrero al 15 de marzo de 2010, la Comisión Nacional del Mercado de Valores informa de los trabajos realizados hasta la fecha.

Resumen de los trabajos en materia de CCP y riesgos

El grupo de trabajo abordó en un primer momento, tal y como se adelantó en el anterior documento sobre el estado de la reforma, diversas cuestiones relacionadas con aspectos funcionales e institucionales de la CCP, sus requisitos de solvencia y las de sus participantes, los mecanismos de control de riesgos y los procedimientos de resolución de incidencias.

En el período transcurrido se ha desarrollado el análisis de los mecanismos de resolución de incidencias y se ha trabajado en el área de los flujos de información entre los mercados, infraestructuras y sus participantes, en los cambios necesarios en los modelos de liquidación y en el análisis de la compatibilidad y el encaje en el proyecto T2S de los principales cambios que se plantean en la reforma.

En el área de resolución de incidencias se han identificado algunos elementos básicos de los mecanismos de resolución de incidencias, se han revisado los mecanismos de resolución que utilizan las principales infraestructuras de post contratación europeas, incluyendo la anulación de operaciones y los mecanismos de prestación sustitutoria de aplicación en los casos de anulación de operaciones, junto con su fundamentación en la normativa en vigor. También han sido discutidos los criterios que se siguen para identificar las contrapartidas de las operaciones que presentan incidencias en la entrega a tiempo de los activos, distinguiendo los fallos en la entrega de valores y en el pago del efectivo, y los plazos de resolución final de las operaciones incumplidas. Se ha prestado atención al caso particular de incumplimientos en la entrega de carácter transitorio y se han analizado las necesidades de coordinación entre la CCP y el CSD para evitar duplicaciones en las actuaciones encaminadas a resolver incidencias.

Las discusiones sobre los flujos de información del sistema de compensación y liquidación han estado basadas en las relaciones de envío o recepción de información que se establecen entre los diferentes elementos del sistema: las Bolsas o los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) y sus miembros, la CCP y sus participantes y el CSD y los agentes liquidadores. En el análisis se han establecido los pros y contras de diferentes alternativas, así como el momento temporal más adecuado para el envío o recepción de la información entre las diferentes instituciones y participantes en los sistemas.

En materia de posibles cambios en el modelo de liquidación se han discutido las posibilidades de una mayor convergencia entre los dos sistemas actuales de liquidación para renta fija y renta variable, de cara a su equiparación, se han identificado las ventajas y los inconvenientes de acortar la duración actual de tres días del ciclo de liquidación multilateral bursátil y se han explorado algunas alternativas para ampliar la oferta actual de duración de los ciclos y las modalidades de liquidación. Se ha contemplado la posibilidad de liquidación de operaciones en tiempo real, que podría servir asimismo como mecanismo de resolución de incidencias. Por último, se han analizado costes en términos de gestión de la liquidez asociados a la implantación de un ciclo de liquidación nocturno.

Todos los temas anteriormente enunciados se han analizado desde una óptica comparada de la práctica habitual en otras jurisdicciones en donde ya existe una CCP.

Resumen de los trabajos en materia de firmeza y registro

En materia de Firmeza, aún cuando los trabajos no están concluidos, se ha producido un significativo avance. Por un lado, se ha profundizado en el estudio comparativo de la firmeza en los sistemas de compensación y liquidación de algunos de los países europeos más significativos (Alemania, Francia, Italia y Reino Unido). Del Estudio se constata que la mayor parte de las CCP y CSD europeos están notificados a la Comisión Europea como sistemas al amparo de la Directiva 98/26/CE, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores y que la fijación del momento concreto de la firmeza para los distintos tipos de órdenes que se tratan en los mismos se efectúa en cada las normas propias de cada sistema, sin que exista una regulación mediante disposiciones normativas de carácter general (ley, reglamento). La consideración de sistema al amparo de la Directiva citada permite proteger a este tipo de entidades de posibles riesgos sistémicos como consecuencia de la insolvencia de alguno de sus participantes.

Dentro de cada sistema las normas sobre Firmeza se establecen en función de sus características particulares y teniendo en cuenta la tipología de órdenes que se quiere proteger (órdenes que proceden de mercados, de sistemas multilaterales de negociación, operaciones bilaterales, órdenes de valores, de efectivo, etc).

En lo que se refiere al ámbito doméstico, la introducción de una CCP en el ámbito de los servicios de postcontratación, exigirá que no sólo el CSD, sino también la CCP establezca entre sus propias normas aquéllas que se refieren a la firmeza.

Una vez las transacciones procedentes de las operaciones bursátiles (o no bursátiles) se reciban y acepten por la CCP, quedará ésta obligada por un doble mandato: el de novar, convirtiéndose en contrapartida frente a comprador y vendedor y el mandato de realizar las operaciones tendentes a facilitar la liquidación de las operaciones (compensación y transmisión de órdenes de transferencia de valores y efectivo al CSD). La novación debería producirse, por razones de eficiencia y seguridad del mercado, en un momento temporal lo más cercano a la negociación bursátil (prácticamente en tiempo real). Una vez tuviera lugar la aceptación de órdenes y novación debería producirse simultáneamente en la CCP la firmeza de las órdenes para, de esta manera, proteger al sistema de la posible insolvencia de un participante y facilitar el proceso de compensación en la CCP de acuerdo con sus normas.

Con objeto de llevar a cabo la liquidación de las operaciones, una vez compensadas, la CCP deberá enviar las correspondientes órdenes de transferencia de propiedad de valores y efectivo al CSD, para lo que deberá ser entidad participante en el CSD.

El CSD habrá de establecer sus propias normas sobre la firmeza de las órdenes que causen entrada en el mismo. Podrá establecer distintos momentos de firmeza según la tipología de orden recibida (procedente de Bolsa, SMN, OTC, etc). A tal fin, existen distintos momentos en los que se puede fijar la firmeza (en el case, en el case una vez comprobado la existencia de valores y efectivo de las entidades participantes o cuando se culmine el proceso de liquidación). A efectos de elegir uno u otro momento es importante tener en cuenta las especialidades operativas de cada sistema, así como la interoperabilidad entre ellos.

Uno de los riesgos analizados es que, entre la novación que opera en la CCP y la liquidación en el CSD, concurse una entidad participante. Para minimizar este riesgo es importante que el plazo de tiempo que media desde la novación de las operaciones en la CCP hasta su liquidación en el CSD sea lo más corto posible.

En relación con el estudio de la firmeza y la interconexión entre CCP y CSD se ha examinado la problemática derivada de la conexión entre CCP y CSD y entre unos y otros. Los riesgos legales en este ámbito pueden provenir de que los sistemas interoperables fijen momentos de firmeza distintos. Además, el hecho de que los sistemas afectados estén sometidos a leyes distintas pueden provocar problemas de mayor complejidad. Con objeto de que las órdenes de transferencia de valores y efectivo entre dos sistemas interoperables no se vean sometidos al riesgo legal derivado de que una misma transacción tenga firmeza en un sistema antes que en otro es preciso que en los acuerdos que establezcan los sistemas para regular sus relaciones se prevea y regule esta cuestión. La modificación operada en la Directiva 98/26/CE en el año 2009, ha venido precisamente a reconocer esta circunstancia. Así, los acuerdos entre sistemas interoperables pueden establecer momentos específicos de firmeza para órdenes a tratar en estos sistemas, distinto de los establecidos para otro tipo de órdenes.

En materia de registro, y aportación de RR a posteriori una vez advertidas de manera general las posibles consecuencias jurídicas de este cambio en materia principalmente de registro, se están estudiando diversas hipótesis operativas sobre las que elaborar una propuesta de trabajo.

Próximos trabajos a desarrollar

Los grupos de trabajo continuarán con el desarrollo de los temas pendientes, al tiempo que se revisarán aspectos ya completados, con el fin de poder aportar al final de esta etapa inicial del proceso de reforma un documento guía, que incluya las principales necesidades del modelo de reforma y que sirva de base para continuar con el diseño legal en etapas posteriores.

En las próximas reuniones se analizará el diseño institucional y las cuestiones relacionadas con el gobierno corporativo de la CCP.

En materia de registro y firmeza se cerrarán cuestiones operativas sobre la fijación del momento de firmeza y se abordarán las diversas alternativas de un sistema de registro de operaciones compatible con el nuevo modelo de liquidación resultante.