



Propuestas de reforma en el sistema español de compensación, liquidación y registro

Documento para consulta pública

14.O1.11

1. Introducción.....	2
2. Aspectos básicos de la reforma	3
3. Aspectos institucionales, régimen legal, gestión del riesgo y participantes de la ECC.....	4
4. Cambios en el sistema de liquidación	13
5. Cambios en el sistema de registro.....	15
6. Ruptura del aseguramiento de la entrega y modificación del principio de firmeza	25
7. Implicaciones sobre la estructura y competitividad del sector financiero español.....	28
ANEXO 1. Detalles adicionales de la operativa y funcionamiento del sistema de registro.....	31
ANEXO 2. Principales cambios legislativos asociados a la reforma.....	36

1. Introducción

1. La compensación, liquidación y registro de operaciones sobre valores es una pieza esencial de cualquier sistema financiero. Estas actividades, cuya función es llevar a efecto el intercambio de valores por efectivo, engloban todos los procesos posteriores a la negociación, hasta el cambio de titularidad de los valores y su registro. El adecuado funcionamiento y la seguridad jurídica de los mecanismos de poscontratación, mucho menos visibles que los de la contratación, resultan imprescindibles para garantizar la eficiencia, la competitividad y la estabilidad del sistema financiero.

2. A finales de 2007 se publicó el informe conjunto de la CNMV y el Banco de España: "Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones". Una de las principales conclusiones del informe fue señalar que ciertas especificidades del sistema español de compensación y liquidación debían ser modificadas para lograr una mayor homologación de los actuales procesos de poscontratación en el ámbito doméstico con las prácticas o estándares europeos aceptados en esta actividad.

3. En febrero de 2010 comenzó el proceso de reforma con la consulta pública del documento "Reformas en el sistema de compensación, liquidación y registro de valores bursátiles: documento para consulta pública", en el que se describían y detallaban las modificaciones necesarias para conseguir los objetivos que a grandes rasgos estaban enunciados en el informe conjunto mencionado en el punto anterior. En ese mismo mes la CNMV constituyó un Comité de Seguimiento del proceso de reforma, presidido por el Vicepresidente de la CNMV e integrado por el Banco de España, la Asociación Española de Banca (AEB), la Confederación Española de Cajas de Ahorro (CECA), el Fondo de Garantía de Inversiones (FOGAIN) y Bolsas y Mercados Españoles (BME).

4. Este Comité ha celebrado reuniones periódicas durante todo el año 2010 con el fin de asesorar a la CNMV y servir de foro de consulta y discusión de los aspectos más relevantes del proceso abierto. Asimismo, para conseguir sus objetivos, el Comité de Seguimiento ha constituido dos grupos de expertos para impulsar los trabajos técnicos.

5. Después de analizar con representantes del sector los diferentes aspectos susceptibles de mejora y, como colofón de esta primera etapa del proceso de reforma, la CNMV somete a consulta pública el presente documento, en el que se incluye una propuesta detallada de cambios, cuyos elementos más importantes son:

1) Revisar los principios del sistema y los mecanismos actuales de aseguramiento de la entrega, permitiendo, en último extremo, la revocación de las instrucciones de liquidación como mecanismo de última instancia de resolución de incidencias y desplazar la firmeza hacia el entorno de la liquidación de la operación, en consonancia con la tendencia en los demás sistemas europeos.

2) Prever el establecimiento de una Entidad de Contrapartida Central (Central Counterparty, Clearing House, o CCP) para compensar las operaciones de la plataforma multilateral bursátil y sustituir el sistema de liquidación multilateral bursátil actual por un modelo bilateral, basado exclusivamente en saldos.

3) Reemplazar el proceso actual de seguimiento de titularidades mediante referencias de registro (RR), por un sistema de control de la llevanza de las cuentas y saldos de valores que proporcione prestaciones equivalentes en términos de seguridad y facilidades para la supervisión.

6. El objetivo de la consulta pública es recabar opiniones sobre el contenido y alcance del proyecto propuesto para, posteriormente, elevar al Ministerio de Economía y Hacienda aquellos aspectos que requieran modificaciones normativas.

7. En los siguientes apartados se resumen los principales antecedentes del presente documento, se hace referencia al encaje del proyecto en el panorama cambiante europeo para, finalmente, mencionar los posibles asuntos que podrían requerir desarrollos adicionales.

2. Aspectos básicos de la reforma

8. La reforma propuesta, que se detalla en las secciones siguientes, afecta a tres aspectos básicos:

2.1 Introducción de una Entidad de Contrapartida Central y adopción de cambios en el momento de la firmeza en el Depositario Central de Valores (DCV) y en el principio de aseguramiento de la entrega

9. El primer elemento central de la reforma planteada es la sustitución del actual mecanismo de aseguramiento de la entrega de los valores por la interposición de una entidad de contrapartida central (ECC) para las operaciones sobre acciones. La presencia de la ECC se considera de carácter obligatorio al menos en las bolsas de valores y los sistemas multilaterales de negociación españoles que negocien valores admitidos en las primeras, sin perjuicio de que se contempla como una posibilidad también en las operaciones extrabursátiles sobre acciones o en los mercados de renta fija.

10. La ECC vendría a sustituir dos mecanismos del sistema actual:

- El aseguramiento de la entrega mediante la generación de los apuntes de compra sin condicionarlos a la entrega de los valores vendidos.
- El sistema de fianzas solidarias entre los participantes de la Sociedad de Sistemas, establecido para dar cobertura al riesgo de contrapartida y el consiguiente riesgo de precio por fluctuaciones en la cotización de los activos a entregar.

11. Aunque la firmeza de las órdenes de transferencia es un concepto distinto del aseguramiento de la entrega, los cambios propuestos serían incompatibles con un momento de firmeza en el DCV como el actual (situado en el entorno de la contratación) y obligan a trasladar el momento en que dichas órdenes se consideran firmes al entorno de la liquidación. El objetivo es declarar firmes sólo aquellas órdenes que previsiblemente vayan a traer como consecuencia la entrega efectiva de los valores (cualidad que en el sistema actual se extiende a la totalidad de la contratación bursátil).

2.2 Liquidación por saldos y eliminación de las Referencia de Registro

12. La reforma afecta también de modo muy especial a los controles previos a la liquidación. En concreto, propone eliminar las comprobaciones previas a la liquidación (que se exigen actualmente) ligadas al alta o baja de las correspondientes RR y centrar las verificaciones en la suficiencia de saldos como criterio. Con este principio, se pretende que sea la suficiencia de saldos de valores y efectivo la que determine si una determinada orden de transferencia (adecuadamente casada y confirmada) puede llevarse al proceso de liquidación, sin depender de que el vendedor entregue a la Sociedad de Sistemas uno o varios códigos numéricos válidos correspondientes a los valores vendidos.

13. La reforma implica la desaparición de los preceptos y prácticas ligados a presentación o generación de la referencia de registro en el proceso de liquidación, así como de aquellos que suponen, en la práctica, la inexistencia de anulaciones de operaciones por insuficiencia de saldos. Plantea asimismo la necesidad de considerar mecanismos de compensación a la parte perjudicada en los casos en los que los mecanismos tendentes a asegurar la entrega fallan y resulta necesario un resarcimiento en efectivo. Altera, pues, el entorno de certeza absoluta en la liquidación de las compras que preside el sistema actual pero aleja en la misma medida los riesgos de situaciones de excesos transitorios en los saldos de valores que conlleva

14. La reforma propuesta no incorpora códigos numéricos similares a los actuales (RR) y hace descansar el control de la integridad del registro en la especificación de normas y estándares respecto a la llevanza del registro de detalle y a la supervisión de la misma por parte de la Sociedad de Sistemas (en adelante, Iberclear) y la CNMV.

2.3 Modificaciones de los principios del sistema registral

15. El proyecto sobre el que se consulta contempla una normalización de la llevanza del registro de detalle, al menos en sus aspectos esenciales, como son la identificación de cuentas, la codificación de los conceptos y principios de los apuntes registrales, el control de coherencia de los saldos de detalle y los reconocidos por Iberclear o la extracción de conjuntos homogéneos de datos para el mejor cumplimiento de la función supervisora.

16. Hasta ahora, el elemento nuclear de esa normalización lo constituía la referencia de registro (RR), sobre la que giraba tanto el sistema de reconocimiento de titularidades (aunque la RR *per se* no asigne titularidad) como los procesos de control y volcado masivo de datos. La reforma requiere, pues, de reglas en la llevanza del registro de detalle, que hasta ahora no habían sido necesarias.

17. El objetivo de la normalización de la llevanza del registro de detalle es doble:

- Asegurar un nivel mínimo de calidad y armonización en los principios que deben regir la gestión y llevanza de una parte sustancial del registro de valores.

- Permitir una interlocución estandarizada y robusta entre los participantes, Iberclear y la CNMV, con el objeto de facilitar el ejercicio de la potestad supervisora (de Iberclear y de CNMV) y otras funciones de provisión de datos.

3. Aspectos institucionales, régimen legal, gestión del riesgo y participantes de la ECC

3.1 Cometido e implicaciones de una ECC

18. La ECC constituye uno de los elementos más novedosos de la reforma propuesta, aunque su presencia es habitual en todos los mercados multilaterales de nuestro entorno. Tradicionalmente, las ECC han sido utilizadas por mercados de derivados y por algunas bolsas de valores y sistemas de negociación, pero en los últimos años se han introducido en numerosas bolsas y han comenzado a prestar sus servicios en mercados no regulados (*over-the-counter*, OTC), incluidos los de acuerdos con pacto de recompra de valores y de derivados.

19. Una ECC es una institución que se interpone entre las partes de un contrato financiero negociado en uno o más mercados, convirtiéndose en el comprador de todo vendedor y en el vendedor de todo comprador. A medida que se van produciendo las ejecuciones en el mercado de órdenes bursátil, la ECC recibe y confirma los datos de detalle necesarios y procede a su novación inmediata e incondicionada, teniendo en cuenta los miembros compensadores que han sido asignados para ello por los miembros del mercado. Como resultado de la novación, cada ejecución en el mercado produce dos operaciones registradas en la ECC: una compra, en la que la ECC actúa como contrapartida del miembro compensador de la parte compradora de la ejecución de mercado y una venta, en la que la ECC actúa como contraparte del miembro compensador que actúa por cuenta del vendedor de la ejecución de mercado.

20. Los miembros compensadores informan a la ECC de la asignación a las cuentas, propia o de terceros, de las ejecuciones registradas y de la identidad del participante del DCV designado para su liquidación, si éste no fuera el preasignado para ello. Los miembros de mercado, a su vez, informan a los agentes liquidadores de los datos de identidad de los titulares de la vertiente de compra o venta de cada ejecución en la que han intermediado, incluyendo el detalle de la asignación individual de valores y precios negociados. El proceso de registro en la ECC concluye al final de la sesión bursátil.

21. Posteriormente, la ECC realiza un proceso de compensación (o neteo) de las operaciones individuales de cada miembro para obtener, para cada sesión, un movimiento neto de compra o venta por cada miembro (o cuenta) y valor, transformando las operaciones ejecutadas por una pluralidad de miembros negociadores (es decir, una contratación multilateral como la que ahora va a la liquidación en el sistema español) en una

serie mucho más reducida de instrucciones de liquidación de valores puramente bilaterales, en las que una de las partes es siempre la ECC. La ECC envía al DCV estas órdenes, incorporando la identificación del liquidador designado por cada miembro compensador, si aquel fuera diferente al que este tiene por defecto. A su vez, el DCV remite a sus participantes las órdenes de transferencia de valores y efectivo que ha recibido y las comprueba con los agentes liquidadores designados. Si no surgen incidencias, las almacena en espera del día de liquidación.

22. El aseguramiento en la entrega que incluye el sistema actual permite “romper” el vínculo entre comprador y vendedor y tratar por separado las compras y ventas a partir del proceso de desglose, hasta su liquidación. Es decir, las ejecuciones bilaterales resultado de la contratación multilateral pierden su bilateralización (establecimiento de pares de comprador-vendedor en el proceso de liquidación) en el proceso posterior de desglose.

23. El modelo propuesto presenta un doble concepto de bilateralidad: 1) el carácter bilateral de los movimientos entre ECC y sus miembros compensadores y 2) el mantenimiento de una traza en todo el proceso que identifica a compradores y vendedores en cada ejecución bursátil, de forma que se mantenga el vínculo informativo de los contratantes originales. Para ello, en el nuevo modelo se ubicará el proceso de desglose actual (agrupación de ejecuciones bursátiles por titular, fecha y precio o desglose de una ejecución en varias operaciones para titulares distintos) en el plano de la compensación/liquidación (no en la plataforma de contratación) y se restringirá a la desagregación de las ejecuciones que lo necesiten por tener más de un titular en la compra o en la venta, lo que permitirá conocer en todo momento las contrapartidas de cada ejecución. Es decir, no se permitirá la agrupación de varias ejecuciones de un mismo titular en una sola operación.

24. Los miembros compensadores de la ECC pueden coincidir o no con los miembros de bolsa o con los agentes liquidadores (entidades adheridas de Iberclear). En todo caso, se distinguen tres planos claramente diferenciados: contratación (miembros de bolsa, mercado bursátil), compensación (miembros compensadores, ECC) y liquidación-registro (entidades adheridas, Iberclear). Es probable que en algunos casos esas funciones sean asumidas por una misma entidad pero en muchos otros serán entidades distintas las que contraten una operación, las que la compensen y las que la liquiden, dando lugar a nichos de actividad distintos.

25. Una de las funciones básicas de la ECC es la mitigación del riesgo de contrapartida para los intervinientes en los mercados a los que presta sus servicios de compensación. En ausencia de ECC, se pueden establecer mecanismos como los actuales del sistema español (aseguramiento de la entrega) para evitar que el distinto riesgo de contraparte que conlleva cada uno de los miembros bursátiles inhiba la contratación por parte de otros miembros o que la contratación se desplace hacia los miembros con menor riesgo de contraparte percibido, en perjuicio del resto. Mediante su interposición entre comprador y vendedor, la ECC transforma el riesgo recíproco de contraparte de los miembros del mercado en riesgos de cada uno de ellos frente a la ECC y sus miembros compensadores. Para poder mitigar el riesgo de contraparte la ECC debe disponer de sistemas de cobertura de riesgos sofisticados.

26. Es preciso tener en cuenta que la ECC minimiza el riesgo de fallo en la entrega a tiempo de los valores al comprador y lo gestiona, pero no lo elimina completamente. Un fallo en la entrega de valores del vendedor puede llevar aparejado que la ECC no pueda a su vez entregarlos al comprador en la fecha prevista. La certeza absoluta de recepción para el comprador del sistema actual no es replicable en un sistema de saldos y, lo que es más relevante, ni siquiera aunque se introduzca una ECC.

1. ¿Qué opinión le merece la restricción del proceso de desglose?

2. ¿Le parece apropiado que la parte perjudicada sea quien reciba la penalización impuesta, en su caso, a la parte incumplidora ?

3.2 Marco regulatorio: el proyecto de Reglamento Europeo

27. La normativa española existente sobre ECC cuando se inició el proyecto de reforma que ahora se somete a consulta era prácticamente inexistente, salvo una serie de preceptos de la LMV sobre su autorización. Recientemente se ha gestado en la Unión Europea un proyecto regulatorio sobre varios ámbitos de la poscontratación (compensación, liquidación y registro) cuyo primer ingrediente es un proyecto de Reglamento Europeo sobre derivados OTC, entidades de contrapartida central y registros de información de transacciones¹, inicialmente conocido por el acrónimo “EMIR”, que cuenta ya con un texto articulado detallado sujeto a discusión. Esta norma, cuando sea adoptada, determinará previsiblemente gran parte de las condiciones a las que debe sujetarse una entidad de contrapartida central que opere en la Unión Europea.

28. En particular, entre las materias reguladas se encontrarían, de acuerdo con el proyecto actual, elementos tan trascendentales como la autorización y supervisión de las ECC, los requisitos de capital, la cooperación supervisora transnacional, los requisitos organizativos, las normas sobre conflictos de interés, el gobierno corporativo, las normas operativas o las garantías y la gestión de riesgos. Es decir, los principales elementos de una regulación sustantiva sobre una ECC estarían presentes en el Reglamento comunitario, que además establecería un mecanismo de desarrollo técnico de los principios normativos que procura la máxima armonización europea, mediante actos de la propia Comisión Europea o estándares técnicos de la futura Autoridad Europea de Mercados y de Valores (ESMA, en su acrónimo inglés).

29. Resulta obvio que, si el Reglamento ve la luz en breve, determinará el régimen legal al que deberán sujetarse las ECC que, al amparo del proyecto de reforma español, se establezcan u operen en España. Por tanto, este documento a consulta no pretende plantear la base de un régimen legal español detallado sobre estas materias (que será cubierto en un porcentaje elevado por el Reglamento) sino lanzar una serie de reflexiones sobre los requisitos mínimos de una ECC y sus características básicas, con un doble objetivo: servir de elemento explicativo sin el cual el resto de los elementos de la reforma planteada resultan de más difícil comprensión y establecer la posición de la CNMV en algunas materias sobre las que el Reglamento no se pronuncia o que pueden ser objeto de regulación o interpretación supervisora nacionales.

30. Por tanto, es especialmente importante analizar con la perspectiva anterior las materias relacionadas con la ECC que se abordan en esta sección, porque serán probablemente reguladas por una norma de la Unión.

3.3 Número de ECC

31. La coexistencia de varias plataformas de contratación donde se negocian los mismos instrumentos financieros de forma simultánea es una realidad legal y económica. Por una parte, la MiFID estableció en 2004 el principio de competencia y descentralización de la negociación de instrumentos financieros y la legislación española lo reflejó en la reforma de la LMV de 2007. Además del caso (relativamente común en la UE) de una ECC dando servicio a varias plataformas de contratación, pueden plantearse dos escenarios en cuanto al número de ECC y de plataformas de negociación:

1) Varias plataformas que compiten, cada una con una ECC.

32. Si bien la realidad actual arroja un elevado grado de concentración en el mercado secundario oficial en el caso de la renta variable, diversos factores apuntan a que el grado de fragmentación de la negociación de acciones españolas (el número de plataformas en el que se reparta un determinado porcentaje de la negociación total) podría incrementarse con el tiempo. Algunas de esas plataformas contarán con ECC propias o con las que tengan acuerdos preferenciales, de modo que podrá observarse el caso de varios circuitos de negociación/compensación que finalicen en el DCV designado por el mercado regulado para la liquidación y, especialmente, el registro de los movimientos y tenencias de valores, en sentido amplio. Sin embargo, esta multiplicidad ya ocurre hoy en día y no presenta riesgos de especial importancia ni altera la sustancia del análisis sobre los requisitos y procedimientos de una ECC o del papel de Iberclear en el proceso.

2) Varias ECC dando servicio a una misma plataforma.

¹ Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories.

33. Consiste en la coexistencia de dos o más ECC para realizar la compensación de operaciones procedentes de una misma plataforma en uno o varios instrumentos financieros. Las distintas ECC competirían entre sí en términos de atraer el negocio de compensación de los miembros compensadores.

34. La coexistencia de varias ECC, al distribuir en varios centros la compensación, reduce automáticamente la capacidad de compresión de cada una de ellas por separado y resta eficiencia global al sistema. Ello es así salvo que se establezcan acuerdos de interoperabilidad plena, de forma que cada miembro compensador elige una determinada ECC por motivos comerciales u operativos, pero logra igualmente la máxima compresión, ya que todas sus operaciones en ese determinado valor, mercado o plataforma se pueden compensar frente a la misma ECC.

35. En este caso, son precisas normas claras de interoperabilidad entre las ECC para permitir que el proceso no genere riesgos indebidos o no debidamente cubiertos, ni anule la eficiencia. Las condiciones de interoperabilidad se analizan en la sección 3.10.

36. Por todo lo anterior, se estima conveniente que el proyecto de reforma no excluya la posibilidad de que coexistan varias ECC para un mismo mercado, pero que la norma prevea, en línea con el actual artículo 44 quáter de la LMV, que, en caso de existencia de varias ECC interoperables que pretendan prestar servicios a los miembros de los mercados secundarios oficiales españoles, su creación y acuerdos de interoperabilidad estén sujetos a la autorización y supervisión de la CNMV o, en el caso de ECC extranjeras, al control conjunto con el supervisor de su país de origen.

3.4 Nacionalidad de la ECC

37. Una cuestión que debe plantearse es la posibilidad de que en los próximos años se produzca un proceso de concentración de la oferta de servicios de ECC en Europa.

38. Ante ese escenario deben preverse las condiciones en las que podría desarrollarse el servicio. Dado que, a pesar de iniciativas recientes, aún no hay armonización europea de la normativa sobre poscontratación, hay que plantear si resulta asumible la prestación del servicio por parte de una entidad no constituida en España y no sujeta a supervisión de la CNMV. Con la normativa actual, esta posibilidad sólo sería defendible en caso de tratarse de una entidad sujeta a autorización y supervisión por parte de un supervisor de la UE y sólo si existe una cooperación supervisora estrecha y efectiva. En todo caso, el Reglamento mencionado en la sección 3.2 previsiblemente alterará ese escenario base y deberá establecer las condiciones para una operativa transnacional efectiva.

3.5 Ubicación y accionariado de la ECC

39. La LMV prevé en su artículo 44 bis que la Sociedad de Sistemas preste el servicio de compensación de valores y efectivo derivada de las operaciones realizadas sobre valores.

40. Hay, sin embargo, argumentos para apoyar que las funciones de ECC las preste un operador distinto del propio DCV:

- 1) Razones de eficiencia operativa, habida cuenta de la diferencia de funciones a realizar por un DCV y una ECC.
- 2) Necesidad de que la ECC disponga de mecanismos específicos de gestión de riesgos y de recursos financieros cuantiosos, muy distintos de los propios de un operador de DCV.
- 3) Conveniencia de desligar y separar los riesgos entre operadores sistémicos, de forma que una incidencia grave en uno no contamine la función prestada por el otro.
- 4) Conveniencia de mantener la función registral como un bien público, operado por un gestor central sin intereses comerciales inmediatos en las funciones previas de la cadena de contratación/poscontratación.

41. Por tanto, se considera preferible que el operador de la ECC (la persona jurídica que haga de rectora) sea distinto de la Sociedad de Sistemas.

42. Cuestión diferente, si se acepta el principio de separación que aquí se propone, es si la existencia de lazos accionariales (directos o cruzados) y comerciales entre los operadores de plataformas, ECC y DCV es un elemento positivo o negativo desde el punto de vista de la eficiencia, la independencia y la prevención de conflictos de intereses. En este sentido, no está acreditado que un determinado modelo de propiedad afecte a la eficiencia o a la solidez de una infraestructura de mercado siempre que se cumplan una serie de premisas básicas:

- 1) Una adecuada regulación que asegure una gestión eficaz de riesgos.
- 2) Una supervisión estrecha del cumplimiento de la regulación.
- 3) Un elevado nivel de competencia que impida barreras de entrada y estructuras tarifarias transparentes, no discriminatorias y que eviten subsidios cruzados entre distintos servicios.
- 4) Un esquema de gobierno corporativo que consagre el principio de participación de los usuarios y que cuente con mecanismos eficaces para abordar posibles conflictos de interés entre accionistas y usuarios.

43. Por tanto, mientras esas premisas sean recogidas en las normas que se deriven de la reforma, se considera que la estructura de propiedad de la (o las) ECC no debe ser restringida a priori, sin perjuicio de que deban cumplirse lógicamente requisitos de idoneidad y honorabilidad de los accionistas.

3. ¿Considera que los elementos señalados son suficientes para permitir una gestión profesionalizada de una ECC independientemente de su estructura de propiedad o considera necesario añadir alguno?

3.6 Ámbito de la compensación: obligatoriedad en la negociación multilateral de los mercados oficiales

44. Se estima conveniente que, como mínimo, debería hacerse obligatoria la compensación en una o varias ECC de toda la operativa multilateral de renta variable del mercado bursátil, siempre que la ECC y sus miembros compensadores cumplan los requisitos normativos. Parece lógico que las operaciones de carácter bilateral (OTC) sobre valores bursátiles o sobre otros valores (renta fija) puedan también compensarse en ECC en la medida que les interese a las contrapartes, sin prescribir la obligatoriedad de su compensación.

45. Dada la existencia de economías de alcance en la provisión de servicios de ECC, parece conveniente prever desde el inicio que la (las) ECC ofrezcan también servicios en el ámbito de los valores de renta fija (deuda pública y privada), en la medida que exista suficiente demanda de mercado para ello, negociados en mercados secundarios oficiales, SMN u OTC. Ello aconseja extender al ámbito de la renta fija el análisis de las transformaciones necesarias, que parecen menores que las que precisa la renta variable, debido a que el proceso de liquidación y registro se basa ya actualmente en un sistema de saldos. No obstante, será necesario prever una serie de modificaciones, que pueden tener una cierta importancia, en materia de procedimiento registral (sistema actual de altas/bajas excesivamente costoso y complejo). Asimismo, la concentración de la negociación en mercados descentralizados no electrónicos afecta a los procesos y flujos de información hacia y desde la ECC, respecto al modelo de renta variable.

4. ¿Considera conveniente que se imponga la obligatoriedad legal de canalizar las operaciones bursátiles multilaterales de renta variable a una ECC?

5. ¿Cree que en la reforma debería abordarse la prestación conjunta de servicios de ECC para renta fija y variable?. En ese caso,

6. ¿Considera que el uso de la ECC no debiera ser obligatorio en mercados donde la contratación no sea de tipo multilateral (tales como renta fija fuera de plataformas electrónicas, bloques, operaciones OTC sobre renta variable)?

3.7 Autorización y supervisión de la ECC

46. La normativa española actual ya recoge la posibilidad de creación o designación de una ECC para valores. Existen básicamente dos posibilidades: creación al amparo del artículo 44 ter de la LMV o designación basada en el 44 quáter. En el primer caso, se trataría de constituir una o varias ECC bajo ley española, que prestarían servicios a los mercados oficiales y otras plataformas de negociación. En el segundo, se trataría de que un mercado secundario oficial llegase a un acuerdo con una ECC de otro país de la UE para que esta realizase la compensación de las operaciones formalizadas en dicho mercado. Esta última posibilidad requeriría, normalmente, la aprobación de una norma armonizadora a nivel de la Unión Europea como la que está tramitándose actualmente.

47. En materia de normas de solvencia de las ECC, la realidad comparada en Europa varía considerablemente en cuanto a la ratio entre sus recursos propios y la negociación compensada y las garantías depositadas. Por ello, resulta complejo obtener un baremo homogéneo que permita recomendar una ratio de capital universal que toda ECC debiera cumplir. En todo caso, se considera que sin perjuicio de establecer un nivel mínimo de capital o recursos propios en la norma, de aplicación general, el análisis de la solvencia de la ECC debe ser realizado caso a caso, tanto en el momento de su autorización como, sobre todo, mediante la supervisión continuada de la misma.

48. El proyecto de Reglamento europeo establece un capital mínimo inicial de 5 millones de €, a la vez que considera que la suficiencia de capital es un elemento dinámico, que debe ser objeto de seguimiento y supervisión.

3.8 Conflictos de interés y gobierno corporativo de la ECC

49. Los acuerdos de gobierno de una ECC deben estar orientados a conciliar los potenciales conflictos de interés, en particular entre el interés público inherente al objetivo de la ECC de reducir el riesgo sistémico y el interés privado de sus usuarios directos y de sus accionistas, tal como se reconoce en las recomendaciones de CESR/ESCB para ECC². Los intereses públicos se tutelan mediante la intervención pública en la autorización administrativa de la ECC y la supervisión de sus actividades. A su vez, los intereses de los usuarios directos se protegen a través de su presencia en el accionariado y en los órganos de administración de la compañía.

50. La conveniencia de que las ECC cuenten con una estructura adecuada de gobierno corporativo ha sido motivo constante de preocupación por parte de la regulación, desde las recomendaciones para ECC de CPSS/IOSCO en 2004 hasta el reciente proyecto de Reglamento Europeo en materia de derivados OTC, ECC y registro de información de operaciones, de septiembre de 2010, que dedica su Título IV al gobierno corporativo de las ECC. Sin perjuicio de la forma que finalmente adopte la regulación europea en este ámbito, las principales preocupaciones regulatorias sobre los mecanismos y órganos de gobierno son:

1) Asegurar procedimientos de gobierno claros y transparentes³, que cumplan con los requisitos de interés público y que apoyen los objetivos de sus propietarios y participantes. En particular, que contribuyan al establecimiento de mecanismos efectivos de gestión de los riesgos.

2) Asegurar la existencia de una gestión adecuada de los posibles conflictos de interés entre las partes.

3) Asegurar un modelo adecuado de relación entre los propietarios, administradores, reguladores y usuarios, que incluya las reglas para fijar la composición del Consejo de Administración y de los restantes órganos de gobierno, sus funciones y su estructuración orgánica, prestando especial atención a los comités de auditoría, de nombramientos y de riesgos, incluyendo la participación de los usuarios y accionistas en el Consejo y en los comités y el establecimiento de líneas de responsabilidad claras entre la alta dirección y el Consejo.

4) Procurar que la composición del Consejo asegure la protección de los intereses de los usuarios de la ECC y que éstos reciben información suficiente sobre el funcionamiento de la entidad.

² “CESR/ESBC - Recommendations for securities settlement Systems and recommendations for central counterparties in the European Union”. Junio 2009.

³ Enunciado de la recomendación 13 para ECC de CESR/ESCB.

5) La existencia de una normativa detallada del funcionamiento del comité de riesgos, que asegure su independencia respecto a la gestión (como de hecho contempla el proyecto de norma de la UE).

6) La existencia de una reglamentación adecuada del funcionamiento del comité de auditoría (generalmente compuesto por directores no ejecutivos o independientes) y del comité de nombramientos y remuneraciones.

7. ¿Considera suficientes las condiciones aquí expuestas sobre el gobierno corporativo de las ECC?

3.9 Gestión del riesgo, capitalización, gestión del colateral y acceso de la ECC a la liquidez

51. Para atender a la cobertura de los riesgos la ECC dispone de las garantías aportadas por sus miembros y de los márgenes intradía solicitados. Además, si fuera necesario, podrá utilizar las aportaciones al fondo de garantía de los miembros compensadores. En última instancia, deberá utilizar sus recursos propios para cubrir las pérdidas.

52. El nivel de capitalización de la ECC estará en relación con el tamaño de su actividad. Conviene que la ECC mantenga una parte de sus recursos en efectivo, estableciéndose para ello un coeficiente de liquidez.

53. La ECC debe hacer un seguimiento continuado de los riesgos introducidos por sus miembros compensadores, verificando la adecuación de las garantías que han aportado para su cobertura. Cuando sea necesario, deberá exigir a sus miembros que aporten garantías complementarias intradiarias.

54. El colateral admitido por la ECC debe cumplir los requisitos establecidos por el Eurosistema para ser admitido como garantía por el mismo en sus operaciones de crédito. Los criterios aplicables por la ECC para aceptar colateral deberán tener en cuenta la calidad crediticia del emisor.

55. La reutilización (re-hipotecación) por la ECC de las garantías depositadas por sus participantes sólo debería admitirse en circunstancias muy tasadas, tales como la gestión de la liquidez intradía, que, en su caso, podrían proporcionar los bancos centrales o la inversión en bonos soberanos.

56. El acceso a facilidades de liquidez del banco central es un elemento adicional de solidez y solvencia de una ECC. En la medida en que las facilidades de liquidez están reservadas a las entidades financieras, parece razonable que la ECC esté localizada en la Eurozona y que su forma societaria y su caracterización legal le permitan acceder a la liquidez del banco central, al menos intradía. Podría contemplarse asimismo que la ECC tuviera acceso a la liquidez a un día, lo que podría implicar la disponibilidad de una licencia bancaria.

8. ¿Considera necesario que la ECC tenga acceso a la liquidez a un día (overnight) del Eurosistema?

3.10 Interoperabilidad entre ECC: riesgos y requisitos adicionales

57. La interoperabilidad entre ECC puede describirse como un proceso que permite que una ECC realice para sus participantes las labores de miembro compensador global de otra y viceversa, permitiendo que los miembros de cada ECC procesen sus operaciones en la ECC de la que no son miembros. Para ello, cada ECC asume para todos sus miembros y los clientes de éstos las funciones de miembro compensador global en la otra ECC.

58. La ventaja principal de este tipo de acuerdos es que, para un mismo producto, el cliente o el miembro puede escoger qué ECC es la que le da la contrapartida y a través de la que accede a la liquidación de las operaciones.

59. Los acuerdos de interoperabilidad pueden introducir algunos riesgos adicionales de contrapartida, liquidez, operativos y legales, que conviene identificar y valorar, para establecer requisitos adicionales que atiendan

a su adecuada cobertura. Las ECC que interoperan deben disponer de mecanismos que les permitan realizar con la máxima diligencia sus funciones de miembro compensador global de las restantes ECC.

3.11 Categorías, requisitos, situaciones de impago y cese de los participantes de la ECC

60. Las ECC admiten habitualmente distintas categorías de miembros, al objeto de dar respuesta adecuada a las diferentes necesidades y circunstancias de los miembros del mercado. Existen miembros compensadores globales que responden ante la ECC de su actividad propia y de la de sus clientes, incluyendo miembros de mercado no compensadores. También se utiliza la figura de miembro compensador individual, que responde ante la ECC de su actividad por cuenta propia y de la de sus clientes, siempre que éstos no sean miembros del mercado. Por último, suelen llamarse miembros no compensadores a los miembros del mercado que, al no ser miembros de la ECC, necesitan de un miembro compensador global que les compense todas sus operaciones.

61. La fortaleza y la estabilidad financiera de una ECC dependen en gran medida de la solvencia de sus participantes. Para una ECC es prioritario establecer medidas para evitar que se produzcan situaciones de impago de sus participantes. A tal efecto, para adquirir la condición de miembro de la ECC se debe exigir un elevado nivel de solvencia y medios operativos adecuados. Además, la ECC establecerá mecanismos de control para identificar posibles situaciones que puedan producir el impago de un miembro y que alerten antes de que se produzca una insolvencia, incluyendo el seguimiento de la exposición al riesgo de sus participantes, la imposición de límites a las posiciones abiertas y sistemas que incentiven a los miembros compensadores para informar de inmediato de potenciales problemas financieros, de liquidez o de otros factores que pudieran conducirles a una situación de impago.

62. Las ECC deberán incluir en su normativa de funcionamiento procedimientos específicos para atender a situaciones de impago de alguno de sus miembros compensadores. Estos procedimientos contendrán las posibles pérdidas potenciales, a liquidar ordenadamente o transferir a otros miembros compensadores las posiciones abiertas, y, en general, a procurar la preservación de la continuidad de la actividad de los restantes miembros compensadores.

63. La ECC cesará de inmediato al miembro compensador que incumpla sus obligaciones de pago. Todos los costes del proceso de gestión del impago serán atendidos con el colateral aportado por el miembro incumplidor y, de ser necesario, con cualquier otro recurso aportado por él, incluyendo su contribución al fondo de garantía.

64. La segregación y depósito en la ECC de las garantías aportadas por los clientes a sus miembros compensadores facilita el traslado (portabilidad) de las posiciones y de los activos de aquéllos en caso de incumplimiento y subsiguiente cese de su miembro compensador. Del mismo modo, es necesario contemplar la posibilidad de compensación que puedan hacer las entidades participantes en casos de insolvencia de sus clientes, con el objetivo de proteger al sistema en su conjunto.

3.12 Resolución de incidencias por parte de la ECC

65. Si bien las normas operativas de las distintas ECC que operan en otros mercados actualmente pueden diferir sustancialmente entre sí y no cabe hablar de un único modelo de gestión de incidencias, pueden realizarse algunas reflexiones a este respecto. Desde el momento en el que la ECC advierta una insuficiencia de valores, podría tratar de solucionarla recomprándolos para su entrega al comprador o pidiéndolos en préstamo para prestarlos, a su vez, al incumplidor, con la única finalidad de que este realice a tiempo la entrega. La elección entre la compra y el préstamo deberá tener en cuenta la viabilidad de la obtención de valores y los riesgos incurridos en cada caso. En la opción del préstamo de valores, la ECC podría actuar como contrapartida directa del prestamista o del prestatario, asumiendo riesgo de principal. En esta hipótesis, el coste del préstamo deberá estar cubierto con garantías adicionales aportadas por el miembro compensador que falla en la entrega.

66. Si optara por la recompra de valores, la ECC podría adquirirlos directamente mediante operaciones bilaterales, incluso OTC, con liquidación en la misma sesión de contratación o en tiempo real, si estuviera

disponible esta posibilidad. Los valores así adquiridos podrían ser, a su vez, vendidos o prestados al miembro compensador que ha incumplido. Los costes derivados de estas operaciones, incluyendo las diferencias de precio, deberán ser soportados por garantías adicionales.

67. Un mecanismo alternativo consiste en que la ECC utilice valores aportados como garantía por sus miembros compensadores para resolver incidencias de fallos en la entrega de valores. Para ello, debe siempre contar con la autorización previa del miembro compensador y reflejar como nueva garantía del miembro el colateral en efectivo que se exija en la operación de préstamo. Esta posibilidad sólo parece razonable para solucionar insuficiencias transitorias de valores.

68. Cuando no sea posible recibir valores vía préstamo o compra con liquidación en el día, la ECC tendrá que posponer o cancelar las operaciones de liquidación correspondientes. La opción de posponer la liquidación deberá seguir las reglas establecidas por la ECC. La cancelación obligará a la ECC a entregar al comprador afectado una compensación sustitutoria de su derecho a recibir los valores. Todos los costes derivados de la solución elegida y las penalizaciones serán a cargo del miembro compensador incumplidor según lo establecido en las reglas de la ECC .

69. Para asegurar la resolución de posibles las incidencias en la aportación de efectivo por parte de un miembro compensador, la ECC debe contar con liquidez suficiente para hacer frente al pago a los miembros compensadores vendedores netos. Dicha liquidez podrá obtenerse de alguna de las fuentes siguientes:

- 1) Garantías aportadas en efectivo a la ECC.
- 2) Venta de valores mediante operaciones especiales con liquidación en el mismo día (“ventas de reemplazo” o sell-out), en las que la ECC ordena vender los activos de los que sea titular el participante incumplidor para así cumplir con las obligaciones de entrega de efectivo que contrajo.
- 3) Líneas de crédito con entidades financieras aportando como garantía los valores pendientes de venta.
- 4) Acceso a financiación intradía y al resto de las facilidades marginales de crédito del Eurosistema, si fuese posible de acuerdo con la política del Eurosistema.
- 5) Coeficiente de liquidez exigido a la ECC.

9. ¿Considera apropiados los mecanismos de resolución de incidencias propuestos?

3.13 Sistema de penalizaciones

70. El Reglamento de la ECC debe establecer de forma clara un esquema de penalizaciones por incumplimientos con un triple objetivo: desincentivar los fallos en la entrega de valores y efectivos; resarcir el perjuicio causado a la parte afectada y cubrir los costes incurridos por la ECC para solventarlo o minorarlo. Las penalizaciones, por tanto, deben ser proporcionales al importe de los incumplimientos y a su gravedad, sobre todo cuando aquellos produzcan retrasos en la liquidación de operaciones o su cancelación definitiva. El sistema de penalizaciones deberá incluir mecanismos de resarcimiento a la parte incumplidora, consistente en una compensación en efectivo a la parte perjudicada por el fallo en la liquidación, basada en el valor de mercado que tenía en el momento de la operación el instrumento financiero a entregar, al que se aplicaría un determinado porcentaje como compensación por el coste de reemplazamiento de la posición más una cantidad adicional en concepto de penalización por los daños incurridos.

71. Además de las penalizaciones la ECC cargará a sus miembros compensadores incumplidores todos los costes de gestión de los mecanismos de resolución de incidencias que haya que haber activado.

72. Conviene que los mecanismos de penalización sean transparentes y objetivos, debiendo publicarse los procedimientos de cálculo de las penalizaciones económicas.

4. Cambios en el sistema de liquidación

4.1 Sistema de liquidación por saldos

73. Los cambios a introducir en el modelo de liquidación deben procurar una mayor convergencia y equiparación con los sistemas de liquidación actuales utilizados para renta fija y renta variable en la mayor parte de los países europeos. En particular, se ha considerado un modelo de liquidación por saldos de carácter bilateral, similar al ya existente en España para la renta fija que facilitará la compatibilidad de la nueva liquidación bursátil con proyectos paneuropeos, como el de la plataforma de liquidación de valores T2S.

74. La posibilidad de revocar operaciones y la introducción de servicios de compensación en una o varias ECC, al menos para la negociación multilateral de los mercados bursátiles, aconsejan el establecimiento del principio de bilateralidad para todas las operaciones bursátiles, de modo que a efectos informativos se mantengan ligadas las compras y ventas desde su ejecución.

75. La liquidación de las restantes operaciones, todas ellas bilaterales, que no serán compensadas en la ECC, podría realizarse indistintamente en procesos de liquidación específicos o ser incorporada a los que se establezcan para las operaciones resultantes de la compensación en la ECC.

76. La liquidación de las operaciones bursátiles seguirá un modelo de saldos para las vertientes de valores y efectivo, trabajando el sistema de liquidación exclusivamente sobre el saldo de valores que tiene reconocidos a las cuentas propias y globales de terceros de sus participantes. Para liquidar no será precisa la aportación de RR, que serían eliminadas de los procesos de liquidación.

77. El modelo de liquidación por saldos se aplicará a todos los procesos de liquidación. En cada uno de ellos, el sistema de liquidación calculará las posiciones de valores de cada participante, resultantes de las instrucciones de liquidación que tiendan a producir movimientos de abono a adeudo en sus cuentas de valores. Antes de proceder a la liquidación de las operaciones, el sistema central verificará la suficiencia de valores reconocidos en la cuenta propia y global de terceros de cada participante y remitirá la información de los correspondientes abonos y adeudos de efectivo al Banco de España (TARGET2), para que éste pueda comprobar la suficiencia de efectivo en las cuentas de los participantes que resulten deudoras, proceda al bloqueo de los saldos de efectivo necesarios y retorne el resultado de la cuenta de efectivo al DCV. Cuando el resultado es positivo, las operaciones pasarán a considerarse firmes (aceptadas por el sistema) y el DCV lanzará el proceso de liquidación mediante entrega contra pago.

78. Parece razonable que el último ciclo de liquidación bilateral de las operaciones novadas por la ECC cierre al menos con una hora de antelación al ciclo de liquidación de las operaciones bilaterales ajenas a la ECC. Este punto es especialmente importante en el caso de la actividad OTC, puesto que permitiría que los participantes tuviesen tiempo suficiente para entregar a sus clientes finales los activos recibidos en la liquidación resultante del neteo previo en la ECC sin perder una fecha de liquidación, evitando el problema de las denominadas entregas por adelantado.

10. ¿Considera apropiado el modelo propuesto de liquidación por saldos y la supresión de las RR?

4.2 Requisitos a los participantes en el nuevo sistema de liquidación

79. En el modelo de liquidación por saldos propuesto el DCV opera contando con la exclusiva información de la posición de valores que en cada momento tiene reconocidos a cada participante en sus cuentas propia y global de terceros. Al trabajar sobre las posiciones agregadas de las cuentas de valores de los participantes, el sistema se beneficia de todo el potencial de fungibilidad de los valores de cada emisión, lo cual, a su vez, facilita la agilidad y la eficiencia del proceso de liquidación.

80. Sin embargo, en el momento de resolver la cuenta de liquidación, el DCV carece de la información suficiente del registro de valores de detalle de sus participantes, y no puede verificar que cada cliente individual de un participante que tenga una posición neta vendedora en la cuenta de liquidación cuente con posición de valores suficiente reconocida en los libros del registro de valores de su participante. Es decir, el sistema central tiene que liquidar sin poder verificar que la información de las cuentas de valores de los clientes individuales de cada participante está en perfecta sincronía con la información agregada que el DCV reconoce al participante en su cuenta global de terceros.

81. Esta carencia de información del registro de detalle en el momento de la liquidación hace necesaria la exigencia de una mayor responsabilidad a los participantes en cuanto al ejercicio de sus obligaciones. Con independencia de los mecanismos que se establezcan para procurar la integridad y precisión en la llevanza del registro de detalle, absolutamente esenciales, se considera prudente introducir requisitos más exigentes que los actuales para el desempeño de la de los participantes, en paralelo con su mayor asunción de responsabilidades. En particular, el ejercicio de la función de registro y llevanza de cuentas de valores de clientes merece la exigencia de un nivel elevado de solvencia y de medios técnicos y de control suficiente, capaz y probado.

82. En definitiva, parece razonable reforzar la capacidad financiera de los participantes, de modo que éstos puedan responder a los posibles fallos en la llevanza de sus libros de valores y de las potenciales consecuencias negativas para sus clientes. Con el fin de reforzar la solvencia de los participantes, se deberá exigir un nivel de capitalización suficiente para adquirir la condición de participante en el DCV, con independencia de su estatuto legal como entidad, sin necesidad de la exigencia de una licencia bancaria para poder operar. Algunos países han establecido una norma que exige que la cuenta propia del participante responda de la eventual falta de valores en las cuentas de sus clientes.

11. ¿Considera necesario exigir requisitos de solvencia a los participantes en el sistema de liquidación propuesto?

12. ¿Considera apropiado que la cuenta propia del participante deba responder de la falta de valores en las cuentas de sus clientes?

4.3 Resolución de incidencias: el papel del DCV

83. El DCV tendrá que atender la liquidación de las operaciones previamente compensadas en la ECC y la de las que no proceden de la cámara. La liquidación de las primeras estará garantizada por la ECC y por sus miembros compensadores. La resolución de las incidencias en la liquidación de estas operaciones corresponde a la ECC, que cuenta para ello con su sistema de garantías. Para este menester es preciso crear mecanismos de coordinación entre la ECC y el DCV, que contemplen la posibilidad de anular operaciones cuando la ECC no pueda recomprar los valores en el plazo previsto para ello y necesite aplicar los mecanismos de prestación sustitutoria o de resarcimiento equivalente dispuestos para estos casos.

84. Las operaciones liquidadas que no provengan de la ECC no están garantizadas. Para minimizar los fallos en la liquidación de estas operaciones conviene que el DCV gestione mecanismos de provisión de liquidez, que faciliten la obtención de valores en situaciones de insuficiencia transitoria. En última instancia, el DCV deberá anular las operaciones que no puedan ser liquidadas en el plazo determinado en su normativa.

85. Un mecanismo adicional que puede utilizar el DCV es la opción de liquidación parcial de las operaciones, que debería contemplarse en la normativa. Esta opción permitiría en algún caso reducir el volumen de la insuficiencia de valores, facilitando la efectividad de los mecanismos alternativos de resolución de incidencias.

13. ¿Considera apropiados los mecanismos de resolución de incidencias propuestos?

4.4 Sistema de penalizaciones, como restitución a la contraparte perjudicada

86. La introducción de un sistema que penalice a los participantes que no puedan liquidar a tiempo sus operaciones se considera un mecanismo de utilidad para incentivar la disciplina de los participantes del DCV.

87. El sistema de penalizaciones a establecer por el DCV se circunscribirá a las operaciones que liquida directamente. Las operaciones que proceden de la ECC estarán sujetas a los mecanismos de penalización que ésta tenga establecidos.

88. La cuantía de las penalizaciones debe ser suficiente para que constituyan un mecanismo desincentivador de los fallos y conviene que sean proporcionales al perjuicio causado o al grado de incumplimiento agregado de un participante a lo largo de un periodo. Las penalizaciones deben aplicarse, cuando proceda, a resarcir a la parte cumplidora del daño causado por el incumplimiento en la liquidación de su contrapartida, cuando no sea posible evitar el fallo en la liquidación a través de los mecanismos de resolución de incidencias que, en su caso, haya podido establecer el DCV.

89. El DCV podría además penalizar al incumplidor con una multa cuyo importe cubra los costes, en su caso, de la ejecución de los procedimientos de resolución de la incidencias que pudieran establecerse en el futuro.

90. Resulta preciso que los mecanismos de penalización sean transparentes y objetivos, debiendo publicarse los procedimientos de cálculo de las multas económicas. Asimismo, parece aconsejable que el DCV publique la información de operaciones que no hayan podido liquidarse a tiempo, como elemento incentivador de la disciplina en la liquidación.

14. ¿Considera necesaria la existencia de un mecanismo de prestación sustitutoria?

15. ¿Considera apropiado el establecimiento de un sistema de penalizaciones que desincentive los fallos en la liquidación?

16. ¿Cree conveniente que el DCV publique información de operaciones que no pudieron liquidarse a tiempo? ¿Con qué detalle y periodicidad?

5. Cambios en el sistema de registro

91. La regulación española de los valores anotados en cuenta ha optado por un modelo de desmaterialización absoluta (desaparición del soporte documental). El título-valor se ha sustituido íntegramente por anotaciones contables en los registros de las entidades que administran el sistema. La constitución de los derechos y su circulación tiene lugar por inscripciones registrales en los registros correspondientes. La sustitución del título físico por el apunte registral, como soporte de los derechos, ha permitido mantener en el ámbito de las anotaciones en cuenta el juego de las reglas de circulación del derecho de cosas y, por consiguiente, buena parte de los principios que rigen el derecho especial de los títulos-valor.

92. La reforma del modelo operativo de registro parte de la premisa de conservar, en la medida de lo posible, la regulación actual sobre valores anotados en cuenta, introduciendo, al mismo tiempo, algunas modificaciones necesarias como consecuencia del cambio de modelo operativo. No obstante, la reforma no plantea un cambio radical en el régimen de los valores anotados en cuenta, sino de adaptación de la regulación vigente, contenida fundamentalmente en la LMV y en el RD 116/1992, al nuevo modelo. En todo caso, no se pretende que los cambios propuestos alteren la relación contractual de los participantes con sus clientes o la operativa de la llevanza de las cuentas de cara a los clientes.

5.1 Cambios en la asignación y acreditación de titularidades: eliminación del sistema de RR

93. La reforma plantea sustituir las RR por un sistema de registro por saldos con llevanza de cuentas de valores conforme a criterios estandarizados tal como se describe posteriormente, lo cual supondrá una

importante modificación desde el punto de vista operativo.

94. Las RR fueron concebidas como un elemento para “el adecuado control del sistema”⁴. Es indudable el papel relevante que éstas desempeñan en la seguridad del sistema, como elemento de integración entre el registro central que lleva el DCV y el de detalle a cargo de las entidades participantes, y como herramienta para conocer el número total de valores de cada clase en circulación en cada momento. Además, permiten identificar, mediante una serie codificada de números, concretos saldos de valores fungibles y, cruzando la información de los registros central y de detalle, atribuírselos a un concreto titular frente a otros, evitándose así la aplicación de las normas sobre el depósito colectivo. Al mismo tiempo, por su composición, las RR permiten rastrear el origen de cada abono y cada adeudo (trazabilidad de las operaciones) y, ante un mal funcionamiento del sistema, imputar individualmente a los inversores las pérdidas.

95. Sin embargo, a pesar de desempeñar un importante papel en la seguridad del registro de valores, no eliminan totalmente los riesgos de custodia ya que la asignación a cada RR de su concreto titular es tarea encomendada a cada entidad participante. Por otro lado, su funcionamiento, tal y como está concebido en la actualidad, que exige en el proceso de liquidación la justificación de las RR vendidas ante el DCV, así como la creación por éste de las correspondientes a los valores comprados, dificultaría la consecución de los objetivos que se pretenden con la reforma: aprovechar de manera eficiente las ventajas funcionales de la ECC y facilitar la participación del DCV en proyectos integradores como T2S.

96. La desaparición de las RR, con ser sustancial desde el punto de vista operativo, no conlleva un cambio radical desde el punto de vista jurídico, si bien será necesario acometer modificaciones normativas para reducir los riesgos legales que podría provocar el cambio de modelo. Así, las RR están reguladas en un artículo de carácter reglamentario, como un elemento de control de los saldos del sistema, en tanto que el régimen general de los valores anotados descansa en conceptos tales como “el registro contable”, “asientos” “anotaciones” o “inscripciones”. Podría señalarse que el régimen jurídico sobre los valores anotados es neutral en relación a la existencia o no de las RR como mecanismo de control.

97. En el esquema de la reforma que se propone, la acreditación de la titularidad sobre los valores no descansará en la asignación de unas RR a un concreto inversor, sino que vendrá determinada por el saldo de valores anotado en cada caso en las cuentas llevadas por el DCV o en las cuentas de detalle que lleven las entidades participantes para sus clientes, conforme a unos requisitos y procedimiento de llevanza estandarizados y bajo la supervisión del DCV.

5.2 Mantenimiento del concepto de registro único de doble escalón. Elementos de sincronización entre los dos escalones del registro

98. El modelo propuesto parte del mantenimiento de un sistema de registro único con un doble escalón de manera que la llevanza registral corresponderá al DCV (Iberclear) junto con sus entidades participantes. Se conservan las características registrales previstas en el artículo 31 del RD 116/1992. El registro central estará a cargo del DCV quien llevará, para cada entidad participante y para cada categoría de valores, una cuenta que refleje el saldo del que es titular en cada momento la propia entidad participante y otra cuenta que reflejará el saldo global de los valores que la entidad participante tenga registrados en cuentas de detalle a nombre de sus clientes, propietarios de los valores.

99. No obstante, y como novedad frente al sistema actual, más adelante se plantea la posibilidad de que determinadas entidades no participantes puedan mantener en el DCV, a través de las entidades participantes, cuentas de valores segregadas.

100. Corresponderá al DCV controlar que la suma de los saldos de las cuentas por él reconocidas a nivel central no superan el saldo máximo de valores de cada clase de valor. Además, supervisará la llevanza de las cuentas de detalle por las entidades participantes de acuerdo con los procedimientos técnicos que se determinen.

⁴ Artículo 32 del RD 116/1992 .

101. Por tanto, como ocurre en la actualidad, la cuenta propia de las entidades participantes se llevará por el DCV, correspondiendo a las entidades participantes la llevanza del registro de detalle de sus clientes. “En los registros contables a cargo de las entidades adheridas se llevarán, con referencia a cada valor, las cuentas correspondientes a cada titular, que expresarán en todo momento el saldo de los que le pertenezcan”⁵.

102. En ningún caso las entidades participantes podrán reconocer al conjunto de sus clientes un saldo superior de valores del que, a su vez, y por cada valor, la entidad participante tenga reconocido en la cuenta global de terceros en el DCV.

103. Con objeto de evitar o reducir posibles situaciones de inflación en los registros de detalle a cargo de las entidades participantes deberán preverse normas de conducta que determinen que las altas y bajas de valores que tengan lugar entre cuentas de detalle de una misma entidad deberán producirse con carácter simultáneo.

104. Asimismo deberá preverse que los movimientos en las cuentas de detalle que supongan incremento o disminución de saldo en la cuenta global de terceros deben realizarse una vez se haya producido dicho movimiento en la cuenta global y con la mayor inmediatez.

105. La desaparición de las RR no debe llevar a la conclusión de que desaparece la unidad del registro contable. El registro central y el de cada entidad participante seguirán siendo relevantes y complementarios. El primero determinará el número máximo de valores que, por cada clase de valor, pueden distribuirse entre los clientes de cada entidad participante, mientras que el registro de detalle de las entidades participantes competirá el desglose de los valores (o derechos reales) por titular.

106. De conformidad con el nuevo modelo de llevanza registral, los apuntes en las cuentas de detalle, así como en la cuenta propia de las entidades participantes en el registro central se realizarán mediante abono o cargo de saldos en cuentas abiertas por las entidades participantes y no requerirán la previa aportación o generación de las RR. Los movimientos en estas cuentas deberán practicarse conforme a unas normas uniformes y obligatorias para todas las entidades participantes, correspondiendo al DCV la supervisión de la adecuada llevanza.

107. Por otro lado, no debieran suprimirse los principios registrales actualmente de aplicación, como los de prioridad y tracto sucesivo, ni la regla de que no puede practicarse un abono sin el correspondiente cargo, si bien el hecho de que la liquidación de las operaciones se realice mediante saldos y que los cargos y abonos o altas y bajas ya no se produzcan a través del sistema centralizado de las RR y que se “internalicen” cuando se trate de transacciones entre clientes de una misma entidad participante, incrementa el riesgo operativo de que por error, dolo o negligencia, se violen esos principios. Ello no obstante, legalmente tiene sentido conservar su vigencia, si bien probablemente merecerán alguna adaptación al cambio de modelo registral.

5.3 La adquisición de valores y la naturaleza jurídica de los derechos de los inversores

108. Las anotaciones y cancelaciones en las cuentas se producirán mediante abono o cargo en la cuenta respectiva a cargo del DCV o de la entidad participante.

109. Tal como actualmente contempla la normativa⁶ “La inscripción a nombre del titular que se produzca en los registros contables de las entidades adheridas o, siendo esta las titulares, en los registros a cargo del Servicio, será la que produzca los efectos previstos en los artículos 9, 10 y 11 de la Ley del Mercado de Valores y preceptos concordantes de este Real Decreto” (irrevindicabilidad, legitimación, presunción de titularidad).

110. Por tanto, las cuentas relevantes a efectos de determinar la titularidad de los valores anotados, en qué momento se adquiere la propiedad y cuándo se pierde, deben ser precisamente estas cuentas (la cuenta en el DCV, tratándose de valores propios de la entidad participante o entidades con cuentas segregadas, y las cuentas de detalle tratándose de los clientes de la entidad participante). Estas mismas cuentas deben ser consideradas las relevantes a los efectos de las anotaciones de derechos reales limitados, embargos, préstamos

⁵ Artículo 31.2 del RD 116/1992.

⁶ Artículo 31.5 del RD 116/1992.

etc (aplicándose así el principio acuñado en otros ordenamientos jurídicos por el cual se prohíbe anotar este tipo de derechos en el nivel inmediato superior al de la cuenta relevante del cliente: "upper-tier attachment").

111. Lo que sucede es que el derecho de los clientes de alguna manera está condicionado a que las entidades participantes lleven adecuadamente y con diligencia los registros contables, de manera que el saldo total de la cuenta global de clientes reconocida en el DCV coincida con la suma de los saldos de todas las cuentas de detalle de los clientes.

112. En caso de discrepancia, los saldos reconocidos por el DCV prevalecerán sobre los reconocidos en las cuentas de detalle de las entidades participantes.

113. La desaparición de las RR no altera necesariamente, per se, la naturaleza jurídica de la propiedad de los valores anotados como un derecho real.

114. De hecho, la totalidad de los ordenamientos europeos en los que se ha adoptado un sistema de registro por saldos se ha configurado la propiedad sobre los valores como un derecho real y no como un derecho de crédito. Eso sí, con diferentes variantes.

115. En unos casos, el inversor pasaría a tener un derecho propiedad directo sobre el saldo de valores anotado en las cuentas de detalle de la entidad participante, si bien tal derecho está condicionado a que la entidad tenga adecuadamente conciliados los saldos de las cuentas de sus clientes, por cada clase de valor, en el registro central. En otros supuestos, se considera que los inversores tienen una suerte de copropiedad por cuotas sobre el depósito colectivo, esto es, sobre el saldo global que arroja la cuenta de terceros de la entidad participante en el DCV. En el Derecho español, a diferencia de otros ordenamientos jurídicos, la fungibilidad del bien depositado no conlleva la irregularidad del depósito, incluso aunque se mezcle con bienes también fungibles de más depositantes, salvo pacto en contrario⁷. Esta idea se puede aplicar a los valores representados mediante anotaciones en cuenta. Las cuentas globales de valores fungibles no conllevan necesariamente su calificación como depósito irregular, sino como mero depósito colectivo. Estaríamos así ante un derecho de copropiedad de los clientes en cuyas cuentas estuviesen abonados los valores sobre el total de valores fungibles de la misma clase que la entidad adherida tuviese abonados en su cuenta de terceros en el registro central⁸.

116. Una tercera alternativa, que seguía históricamente algún ordenamiento extranjero, consistiría en una combinación de ambas opciones. Conforme a esta construcción, los derechos de los inversores se calificarían como derechos de propiedad individual sobre los valores abonados en cuenta, pero, en un escenario concursal se transformarían en una copropiedad por cuotas sobre el saldo colectivo en el DCV.

17. ¿Cree que cabe alguna otra consideración jurídica a esta cuestión?

117. El ordenamiento jurídico deberá dar respuesta al problema que puede suscitarse en caso de que una entidad participante haya reconocido a sus clientes un importe superior de valores a los que tiene reconocido en la cuenta global de terceros en el DCV, especialmente en caso de insolvencia, ya que en otras circunstancias, la entidad participante deberá indemnizar al perjudicado en especie, en la medida de lo posible⁹.

118. A tal fin, y en un sistema de corte registral la determinación de quien sea el inversor que debe sufrir la pérdida puede efectuarse acudiendo a los principios registrales (prioridad, tracto sucesivo, presunción de buena fe, etc) o alternativa, o subsidiariamente, en caso de que la aplicación de tales principios fuera insuficiente a tal fin, podría acudir a la regla de la prorrata.

⁷ Artículos 309 Código de Comercio o 1768 Código de Comercio, a contrario.

⁸ La propia LMV confirma indirectamente esta interpretación cuando reconoce la competencia de la CNMV para ejercer el derecho de separación de los depositantes y aclara "incluso si tales activos se encuentran depositados en terceras entidades a nombre de la entidad que preste el servicio de depósito" (artículo 70 ter f).

⁹ Artículos 7.5 de la LMV y 27 del RD 116/1992.

119. Aunque la aplicación de los principios registrales pudiera resultar aparentemente la forma más adecuada en un sistema registral, en consonancia con otros ordenamientos jurídicos de nuestro entorno, se propone la aplicación de una regla de prorrata, atribuyendo el déficit de valores proporcionalmente a todos los titulares de valores de la clase afectada de la entidad, si bien dado el alcance de una medida como la propuesta, resultaría necesaria la intervención judicial para llevarla a efecto.

120. La regla de la prorrata parece ser la más común entre aquellos sistemas de registro por saldos y su justificación se ha efectuado por razones de claridad y por ser más coherente con el principio de la igualdad de trato entre los clientes de una entidad, de manera que supone un reparto equitativo de los perjuicios derivados de una irregular llevanza en el registro de valores. También se ha justificado esta regla por ser aparentemente la más beneficiosa en términos de reducción del riesgo sistémico en caso de que, como consecuencia de la insolvencia de una entidad participante alguna entidad financiera, cliente de la insolvente, quedara sin valores en el reparto, arrastrando, de esta manera el incumplimiento en cascada de otras tantas entidades. En todo caso, la regla de la prorrata se considera una solución de último recurso, en los casos en los que no es posible identificar la causa del faltante de valores o solventarlo con los recursos de la entidad.

18. ¿Está usted de acuerdo con la introducción en nuestro ordenamiento jurídico de la regla de la prorrata como regla aplicable para resolver posibles situaciones de déficit de valores en caso de insolvencia de una entidad participante?

121. Adicionalmente, en otros ordenamientos jurídicos, con el fin de reforzar la solvencia del sistema, se ha introducido una norma por la cual, en caso de insolvencia de una entidad participante, los valores que ostenta por cuenta propia quedan afectos al déficit de las cuentas de terceros. De esta manera los inversores gozarían de una preferencia frente al resto de acreedores de la entidad insolvente.

19. ¿Está usted de acuerdo con la introducción de una regla como la propuesta? En caso afirmativo:

20. ¿Considera que una regla como la propuesta debe formularse en términos tales que todos los valores de la cuenta propia de la entidad insolvente estén afectos a cubrir el posible déficit total de valores en las cuentas de terceros? o, por el contrario

21. ¿La afectación de los valores en cuenta propia debe limitarse a los déficit que por la misma clase de valor se produzcan en la cuenta de terceros?

122. Estas dos últimas propuestas, constituirían una novedad con respecto a la regulación actual y exigirían, en su caso, la correspondiente previsión legal.

123. En cuanto al ejercicio de los derechos societarios o a la posibilidad de constituir gravámenes sobre los valores o la expedición de los certificados de legitimación, el régimen seguirá siendo el mismo. Descansarán en la labor registral de las entidades participantes, sin que el hecho de que el las RR sean sustituidas por los propios saldos altere el régimen jurídico actual.

5.4 Principios de segregación de cuentas

124. En algunos sistemas extranjeros se permite que, junto con las cuentas propias y de terceros de las entidades participantes, otras entidades no participantes, puedan mantener, cuentas segregadas en el registro central.

125. La segregación de cuentas tiene la ventaja de que los posibles descuadros o déficit de valores no se colectivicen entre todos los clientes de una misma entidad, sino que se distribuyan por cuentas. Cada titular de

cuenta segregada soportaría únicamente los riesgos de déficit en su cuenta en el registro central, pero no se vería afectado por los déficit de las otras cuentas llevadas por la misma entidad participante.

126. Esta es la solución más coherente si se admite la segregación de la cuenta de terceros de una misma entidad en el registro central y, en consecuencia, se le da relevancia jurídica a esa segregación. La idea de “unidad de registro” entre las cuentas del registro central y del registro de detalle abocaría a ello. No obstante, nada impediría que legislativamente se adoptara una regla especial para un supuesto muy particular: cuando haya excedente en una cuenta o cuentas de clientes y déficit en otra, puede resultar razonable aplicar aquel excedente a cubrir estos déficit, en lugar de asignarlo a la masa activa del concurso. Tal solución requeriría la introducción de una norma expresa en este sentido.

127. Adicionalmente cabría plantearse, en caso de admitir la regla de la afectación de la cuenta propia de la entidad participante al posible déficit de valores en las cuentas de terceros, la prioridad en la asignación de los valores de la cuenta propia de la entidad insolvente entre las distintas cuentas de terceros a cargo de la entidad participante, antes de la aplicación de una regla de prorata.

5.5 Principios de llevanza operativa del registro de detalle

5.5.1 Conceptos básicos generales

128. Los valores objeto del registro por el sistema deberían estar identificados por su ISIN (acrónimo del término inglés *International Securities Identification Number*) que, en adelante, equivaldrá a referirse a un valor concreto. A cada ISIN se asociaría un número entero igual a la cantidad de valores de ese ISIN cuya llevanza realiza el sistema en el conjunto de sus dos escalones. Tal número entero sería su *Lote de Control*, cuyo valor sería la única referencia numérica para el control de la integridad de la cantidad de valores de cada ISIN en el sistema.

129. La llevanza de los saldos reflejados por las cuentas de valores en los dos escalones funcionaría *por anotación contable*. El sistema, además de establecer qué anotaciones son válidas para modificar los saldos de las cuentas, discriminará las anotaciones en dos clases básicas:

130. De un lado, aquéllas que modifican el valor del *Lote de Control* de un ISIN, porque, realizadas todas de manera simultánea, todas con el mismo signo aritmético, aumentan o bien reducen *ipso facto* la cantidad de valores en el conjunto de las cuentas en los dos escalones de un determinado ISIN (ej. bien ampliación o bien reducción del número de valores vivos en el sistema codificados por un ISIN).

131. De otro lado, aquellas anotaciones por transferencias de valores entre las cuentas en el sistema en cualquiera de sus dos escalones que no alteran el Lote de Control de ningún ISIN. Estas últimas se registrarían por el método de la doble partida contable. El sistema condicionaría la validez de estas anotaciones a que: (1) el aumento del saldo en una cantidad X de valores de una cuenta que refleje la tenencia de un determinado ISIN se corresponda con una reducción simultánea del saldo de una o más cuentas que recojan ese mismo ISIN por igual cantidad X en agregado y; (2) ningún saldo afectado por la reducción pase a ser negativo.

5.5.2 Las cuentas de valores y su codificación armonizada

Principios generales básicos

132. Los participantes llevarán las cuentas de detalle frente al sistema de tal forma que sean capaces de distinguir y transmitir en todo momento información segregada en función de cada combinación ISIN, tenencia-titularidad identificada existentes y estado de situación de la tenencia. Este sistema de llevanza podrá basarse en la apertura interna de sub-cuentas para cada titular (por ISIN y tipo de tenencia).

133. Los participantes realizarían la llevanza de cuentas individualizadas de valores de los tenedores terceros de ISIN en el sistema, mientras que Iberclear llevaría las cuentas de tenencia de cada participante. Además,

llevaría unas cuentas denominadas "*cuentas generales de terceros*" por ISIN y participante, en cada una de las cuales Iberclear reflejaría la cantidad de valores que tiene reconocidos para el conjunto de saldos de cuentas de terceros que un participante tiene abiertas para un ISIN a las personas terceras para llevar su tenencia de valores.

Modalidades opcionales de llevanza de cuentas

134. Como modalidades opcionales a los principios generales básicos sobre llevanza de cuentas y saldos cabría analizar la conveniencia de añadir las tres siguientes modalidades (alguna o todas, ya que no necesariamente son alternativas entre sí):

135. Primera: que Iberclear pudiera realizar bien la llevanza directa o bien la indirecta en sus libros de forma segregada de todas las cuentas y saldos de determinadas personas sobre ISIN reconocidos en el sistema.

- En la llevanza directa, las cuentas individualizadas de esas personas serían llevados por Iberclear, que inscribiría directamente las partidas de alta y baja en tales cuentas. Este tipo de llevanza no conferiría a esas terceras personas el estatuto ni las facultades atribuidas a las entidades participantes en el sistema. Esta posibilidad no se plantea como un sistema generalizado de cuentas directas, sino como una modalidad de carácter extraordinario, para un conjunto muy limitado de instituciones (cuentas de valores de la Administración General del Estado, otros DCV con los que se tengan acuerdos de interoperabilidad o enlace, etc.)

- En la llevanza indirecta, las alta y bajas en las cuentas individualizadas segregadas de esas personas serían practicadas, como para los restantes terceros, por los participantes, pero Iberclear tendría información permanente sobre la identidad de esas personas y sobre sus saldos en una sección específica separada en sus libros centrales. Esta posibilidad se plantea como un elemento opcional para ciertos inversores que deseen tener sus posiciones reconocidas en el DCV, por motivos de reducción del riesgo de custodia o, en su caso, de carácter obligatorio para ciertos tipos de inversión colectiva, si se estimase oportuno.

136. Segunda: que Iberclear pudiera realizar la llevanza directa en sus libros centrales de todas las cuentas y saldos de valores de todos los tenedores de un determinado ISIN reconocido en el sistema, atendiendo a las especiales circunstancias de la emisión de valores codificada bajo dicho ISIN o de la entidad cotizada. Podría ser de aplicación a valores nominativos, pero su alcance no afectaría a todos ellos.

137. Tercera: que las entidades participantes pudieran, en determinadas circunstancias, llevar cuentas de tenencia colectiva, entendiendo por tales aquéllas que agruparan las tenencias de valores en el sistema de distintas personas físicas o jurídicas sin identificación individualizada. La apertura de estas cuentas colectivas en los participantes se limitaría a tenedores no residentes.

22. ¿Cuáles de las modalidades opcionales de llevanza de cuentas considera que podría ser conveniente prever como posible alternativa a considerar y cuáles cree que no debieran ser previstas o contempladas?

Codificación de cuentas

138. El sistema de codificación de cuenta de valores debería ser uniforme o armonizado en sus atributos básicos en sus dos escalones y estar regulado y supervisado por Iberclear. No obstante, los participantes, si así los decidieran, podrían emplear variaciones o extensiones del código general en la llevanza interna en sus libros de las cuentas de valores de los terceros. Tales variaciones o extensiones de carácter privado, no podrían, legal u operativamente, oponerse a los códigos armonizados ni surtir efecto alguno frente al sistema.

139. La codificación de las cuentas de valores individualizadas debería atender a la razón de las personas físicas o jurídicas identificados como tenedores de un saldo, a la forma jurídica de la tenencia de ese saldo y al estado operativo de su duración y disponibilidad legal. A tal fin, el código o los sub-códigos asociados de toda cuenta individualizada o colectiva en el sistema deberían identificar como mínimo los siguientes campos,

relativos a tres clases de atributos elementales en su codificación: (1) *ISIN, localización, tipo de tenencia y sus tenedores*; (2) *Duración de la tenencia (temporal o indefinida)*; (3) *Disponibilidad del saldo que se tiene para cada ISIN*.

140. Iberclear controlaría en todo momento la correcta codificación empleada en el sistema (ver Anexo 1) y definiría, lógicamente, todas las especificaciones informáticas de los procesos de codificación de las cuentas de valores en todo el sistema, los ficheros de intercambio y formatos electrónicos, los canales y medios de transmisión de ficheros y los procesos de validación de tales transmisiones.

5.5.3 Las anotaciones de partidas en las cuentas y su codificación armonizada

Principios generales básicos

141. La fuente y nivel de desglose de las anotaciones en las cuentas *generales de terceros* en los libros de Iberclear y en las anotaciones en las cuentas individualizadas en los participantes, aún coincidiendo en su origen, podrían ser distintas en sus detalles. Así, los desgloses necesarios para inscribir partidas en las cuentas individualizadas deberían incluir la identificación de los tenedores, detalle que no sería necesario para practicar las anotaciones en las cuentas *generales de terceros* llevadas por Iberclear.

142. El sistema distinguiría y aplicaría distinto tratamiento a las anotaciones de partidas en las cuentas individualizadas *derivadas de compraventa y por causas distintas de la compraventa* (ver Anexo 1). Las primeras deberían incluir también las compraventas entre cuentas-saldos llevadas por un mismo participante o por Iberclear, aunque no se libran ni efectivo ni valores al ser el participante su liquidador.

143. Con relación a las *cuentas generales de terceros* en el primer escalón de Iberclear, los datos para mover los saldos de tenedores terceros a nivel de ISIN y participante se desdoblarían en altas y bajas agregadas (aún cuando la liquidación o las transferencias sean por netos). Los saldos resultantes tras esas altas y bajas prevalecerían sobre la suma de los saldos individualizados de las cuentas que los partícipes llevan para sus terceros en cada ISIN.

Codificación de las partidas que modifican saldos anotadas en las cuentas

144. Iberclear regularía la codificación y formatos de las partidas básicas susceptibles de ser objeto de anotación contable en las cuentas del sistema, incluidas las que lleven sus participantes. Tales cuentas frente al sistema no deberían recibir partidas modificativas de su saldo con códigos distintos de los reglados por Iberclear. Lo anterior no impediría que los participantes pudieran desarrollar el código armonizado o, cuando sea de su interés, usar en sus libros internos otros códigos. Estos desarrollos o codificaciones, de carácter privado, no deberían poder oponerse a los reconocidos por el sistema ni surtirían efectos frente al sistema.

145. El código armonizado de anotaciones y partidas debería contener como mínimo los siguientes campos de datos: Fecha de la anotación, ISIN afectado, concepto anotación partida, signo anotación, cantidad de valores + [fecha -si es conocida- originaria del alta o baja] (ver Anexo 1).

146. Iberclear definiría todas las especificaciones informáticas de los procesos de codificación de anotaciones y partidas en todos el sistema, los ficheros de intercambio y formatos electrónicos, los canales y medios de transmisión de ficheros y los procesos de validación de tales transmisiones.

23. ¿Coincide en la necesidad de una disciplina armonizada regulatoria de cuentas y de anotaciones y partidas y en que las variaciones que pueden emplear los participantes tengan efecto en el sistema?

5.6 Mecanismos de control y supervisión: Iberclear y CNMV

1. Principios generales y cometidos

147. Iberclear no debería ser responsable de la calidad y exactitud de la llevanza que sus participantes

realizaran de las cuentas individualizadas y, en su caso, colectivas, que tuvieran abiertas ni de las discrepancias o anomalías en sus saldos, pero sí lo sería con relación a la llevanza de las cuentas individualizadas en sus libros centrales de aquellos tenedores con cuenta directa abierta.

148. Iberclear sería responsable de ejecutar los controles de verificación y cuadro de la integridad general y del conjunto de cuentas de detalle en el sistema, incluidas las que lleven sus participantes. Éstos vendrían obligados a conciliar y justificar el origen y la causa de la discrepancia ante Iberclear, a aportar a ésta rectora toda la información y datos de detalle explicativos y a remitir la información solicitada conforme a lo especificado en un manual de procedimientos de control y supervisión que Iberclear habría de elaborar (ver en el Anexo 1 los aspectos a regular en dicho manual).

149. Iberclear debería tener facultades para exigir a sus participantes y éstos deberían estar obligados a proporcionar, cuanta información fuera necesaria para el desempeño de las funciones de supervisión del sistema.

24. ¿Está de acuerdo con estos principios generales de distribución e identificación de cometidos y responsabilidades entre Iberclear y los participantes?

2. Controles a cargo de Iberclear

Controles Diarios

150. Iberclear debería realizar verificaciones del control de la integridad del valor del *Lote de control* de los ISIN. Adicionalmente, cotejaría y conciliaría su diario de partidas agregadas inscritas en las cuentas *generales de tenedores terceros* por ISIN y participante, comparándolo con unos resúmenes diarios de sumas de altas y bajas brutas y saldos resultantes que los participantes habrían de remitirle a partir de los diarios de detalles de movimientos de alta y baja anotados en las cuentas individualizadas de tenencia de terceros a abiertas en sus libros (ver Anexo 1).

Controles periódicos no necesariamente diarios

151. Iberclear debería enviar periódicamente, al menos cuatro veces cada año o con la frecuencia mínima que se determine, a enviar extractos de saldos y anotaciones de sus *cuentas generales de terceros* a los participantes para su conciliación por éstos y, en sentido contrario, a solicitarles los detalles de los diarios de movimientos de altas y bajas en cuentas de terceros y los saldos de éstas para arqueos (ver Anexo 1).

3. Otros mecanismos de control

152. Iberclear estaría facultada para declarar la suspensión de un participante por incumplimiento grave o, aún no siendo grave, regular y continuado, de sus funciones, Adicionalmente elaboraría periódicamente, con frecuencia a determinar, informes de seguimiento de la eficacia del sistema (ver en Anexo 1 para mayor detalle de ese punto 3).

25. ¿Está de acuerdo con los modelos de control, cuadro y verificación diarios y periódicos que se plantean?

4. Control y supervisión por parte de la CNMV

153. Las facultades de autorización e inspección que en la actualidad la regulación otorga a la CNMV habrían de ajustarse para expresar que será un cometido de este organismo verificar o supervisar que Iberclear lleva a cabo los controles periódicos y diarios y que elabora los informes de seguimiento oportunos a que se ha hecho referencia en párrafos previos.

5.7 Facilitación de operaciones financieras y corporativas y demás prestación de servicios a los emisores

154. Iberclear debería ser la única entidad interlocutora entre los emisores y los intermediarios en la preparación de estas operaciones, para lo que debería estar facultada, en este contexto, a recabar de sus participantes con referencia a cierta(s) fecha(s) *todos los detalles identificativos de tenedores y saldos* en las cuentas que lleven dichos participantes.

155. Los participantes estarían obligados a facilitar a Iberclear en este contexto tales datos, mediante los ficheros, formatos electrónicos y protocolos de remisión de esta información establecidos por Iberclear, que guardaría esos datos sólo el tiempo necesario mientras estuvieran en curso las operaciones financieras o corporativas a las que sirven.

26. ¿Está de acuerdo con el tratamiento que se propone para la gestión de las operaciones corporativas o financieras?

27. ¿Considera que este enfoque es adecuado o cree usted que debiera alterarse sustancialmente?

5.8 Responsabilidad de los participantes

156. La sustitución de un sistema de registro basado en RR por un sistema de saldos conlleva una mayor responsabilidad hacia las entidades participantes, en la medida en que las anotaciones de altas y bajas de valores en los registros de detalle no exigen la intervención previa del DCV. Parece lógico deducir que esta mayor autonomía puede generar un mayor riesgo operativo en la custodia, y de ahí que se proponga incrementar los requisitos de acceso, tanto técnicos como de recursos propios, para las entidades que deseen acceder a la condición de participantes.

157. Por otro lado, y sin perjuicio de que el DCV debiera de estar facultado para adoptar la suspensión de una entidad participante u otras medidas cautelares ante incumplimientos graves o reiterados de sus funciones, éstas podrían también incurrir en responsabilidad administrativa y civil en tales casos.

158. En cuanto a la responsabilidad administrativa, ya se contempla en la LMV como infracción muy grave el incumplimiento por los participantes de sus obligaciones.

159. Además, las entidades participantes pueden incurrir en responsabilidad civil. A este tipo de responsabilidad se refieren los artículos 7 de la LMV y 27 del RD 116/1992, que establecen un régimen de responsabilidad por riesgo. Se señala en estos artículos que la falta de práctica de las correspondientes inscripciones, las inexactitudes y retrasos en las mismas y, en general, la infracción de las reglas establecidas para la llevanza de los registros, darán lugar a la responsabilidad de la entidad encargada o adherida incumplidora o, en su caso, del servicio de compensación y liquidación de valores, frente a quienes resulten perjudicados, salvo en el caso de culpa exclusiva de éstos. En cuanto a la consecuencia, cuando el perjuicio consista en la privación de determinados valores y ello sea razonablemente posible, la entidad responsable procederá a adquirir valores de las mismas características para su entrega al perjudicado (art. 27 del RD 116/1992). En otro caso, deberá indemnizarle por los daños y perjuicios causados.

28. ¿Está usted de acuerdo con los planteamientos anteriores?

5.9 Mecanismos para resolución de errores en la llevanza de cuentas

160. Para ejercer la supervisión de la correcta llevanza por sus participantes de las cuentas de valores de sus clientes individuales y de sus cuentas propias, Iberclear deberá disponer de procedimientos de conciliación periódica de las posiciones de valores de sus participantes y de supervisión de la llevanza del registro de detalle, que permitan la detección de descuadres en las cuentas de valores de sus participantes. La normativa

de Iberclear deberá incluir procedimientos para la resolución inmediata de los descuadres detectados en las cuentas de valores.

161. Si se detectara que faltan valores en la cuenta de terceros de un participante, éste debería cubrir la diferencia con sus valores en cuenta propia o mediante la compra de valores en el mercado.

29. ¿Considera apropiado exigir que los participantes en el sistema de liquidación cubran con su cuenta propia los descuadres que se produzcan en las cuentas de valores de sus clientes?

5.10 Sistema de penalizaciones de los errores en la llevanza del registro

162. Iberclear dispondrá de un sistema que penalice a los participantes que presenten descuadres en sus posiciones de valores. Estas penalizaciones deben ser suficientes para restituir a los clientes los valores no entregados, si el daño no ha sido reparado con anterioridad. Además, incluirán un sistema de sanciones a los causantes de los descuadres, con el objetivo de incentivar la correcta llevanza del registro de detalle.

6. Ruptura del aseguramiento de la entrega y modificación del principio de firmeza

6.1 Modificaciones en materia de firmeza

163. La figura de la “firmeza” de las órdenes de transferencia de valores y efectivo, y de la compensación que tenga lugar entre ellas ha sido introducida en el ordenamiento jurídico¹⁰ con el objetivo fundamental de impedir que los procesos de compensación y liquidación de valores o efectivo, gestionados por los sistemas susceptibles de incluirse en su ámbito de aplicación, puedan verse perturbados como consecuencia de la declaración de insolvencia de alguno de sus participantes, a fin de reducir el denominado riesgo sistémico. De esta manera, una vez que una orden de transferencia, o la compensación de este tipo de órdenes, es firme conforme a las reglas establecidas por un sistema, dichas órdenes, y en su caso la compensación que tenga lugar entre ellas, son exigibles y vinculantes para su ordenante y oponibles frente a terceros, sin que exista para el sistema obligación de garantizar o suplir la falta de efectivo o de valores a efectos de llevar a cabo la liquidación o su compensación. En estos casos, los sistemas podrán aplicar las garantías aportadas por el participante insolvente al cumplimiento de sus obligaciones con carácter preferente respecto de otros posibles acreedores de éste.

164. Tanto en la Directiva comunitaria que regula esta institución, como la Ley española que la transpuso (Ley 41/1999) prevén la aplicación de la firmeza en relación con las órdenes de transferencia de valores y efectivo y de la compensación que tenga lugar entre ellas¹¹. Además se incluye dentro del ámbito de aplicación de la Ley a los “sistemas de pago y de compensación y liquidación de valores o instrumentos financieros”¹².

165. Por ello, no sólo los sistemas de liquidación de valores gestionados por el DCV, sino también las ECC que realicen la actividad de compensación de las operaciones negociadas en Bolsa y reúnan el resto de requisitos fijados normativamente, deberían ser considerados como sistemas a los efectos de la Ley 41/1999, y por tanto, ambos tipos de instituciones deberán prever en sus normas sus propias reglas sobre la firmeza¹³.

10 Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de mayo, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pago y de liquidación de valores, incorporada al ordenamiento jurídico español por la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre Sistemas de Pago y de Liquidación de Valores

11 Artículo 11 de la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre Sistema de Pago y de Liquidación de Valores.

12 Artículo 2 de la Ley 91/1999, de 12 de noviembre, sobre Sistema de Pago y de Liquidación de Valores.

13 Apoya esta conclusión que ya en la actualidad no sólo el apartado 10 del artículo 44 bis de la LMV establece la consideración de las Sociedad de Sistemas (hoy Iberclear) como ente gestor de los sistemas de compensación y liquidación reconocidos por la Ley 41/1999 sino que, en relación con las ECC el artículo 44 ter de la citada Ley establece la aplicabilidad de lo dispuesto en la Ley 41/1999 a las ECC que se autoricen por el Ministerio de Economía.

166. No obstante, la(s) ECC y los sistemas gestionados por el DCV no formarán un único sistema, sino dos distintos aunque interconectados, debiendo tener cada uno sus propias reglas sobre la firmeza. Dichas reglas debieran estar debidamente coordinadas con el fin de mitigar al máximo los riesgos.

167. Al introducirse en el ámbito de la poscontratación los servicios de una o varias ECC dejará de tener sentido la previsión que actualmente se contiene en el Real Decreto 116/1992¹⁴ respecto al principio de aseguramiento en la entrega como uno de los que rigen la función de liquidación de las operaciones bursátiles y, por tanto, la actividad de liquidación del DCV.

168. El DCV sólo estará obligado a liquidar aquéllas órdenes de transferencia de valores y efectivo (operaciones) respecto de las que las entidades participantes encargadas de su liquidación tengan previamente acreditada la existencia de valores o efectivo, pero sin asumir garantía de cumplimiento alguna. Por el contrario, será responsabilidad de la ECC asumir la obligación del cumplimiento de las operaciones en las que se ha interpuesto.

169. Por ello, se considera que las reglas que actualmente tiene establecidas el DCV sobre la firmeza respecto a las órdenes de transferencia de valores y efectivo resultantes de las operaciones contratadas en el sistema multilateral de la Bolsa deberán modificarse, puesto que en la actualidad se ha fijado la firmeza de estas órdenes, en coherencia con el principio de aseguramiento en la entrega, en el momento en que éste recibe la información sobre la contratación multilateral en Bolsa, lo que tiene lugar en su misma fecha de contratación (D), produciéndose la liquidación de las operaciones en D+3.

6.2 La firmeza de la compensación en la ECC

170. En el nuevo modelo que se proyecta, las operaciones bursátiles serán comunicadas a una o varias ECC. Una vez que las transacciones sean recibidas y aceptadas por la ECC conforme a sus reglas, cada una puede explicarse como dos órdenes de transferencia, una de valores y otra de efectivo, que implican para la ECC un doble mandato:

a) El de novar: asumir una obligación de pago (entendida de forma amplia como medio genuino de extinguir las obligaciones mediante su cumplimiento) convirtiéndose en contrapartida frente a comprador y vendedor.

b) El mandato o instrucción de poner una cantidad de dinero a disposición de su destinatario (frente al vendedor) y transmitir la propiedad o cualquier otro derecho sobre los valores (frente al comprador).

171. Este esquema puede aplicarse tanto a las órdenes de transferencia procedentes del mercado como a las órdenes de transferencia bilaterales OTC remitidas voluntariamente a la ECC para su compensación.

172. En este esquema, ambas órdenes o mandatos se generarían de forma simultánea. Por tanto, se considera que una vez que las órdenes de transferencia de valores y efectivo (consecuencia de las transacciones bursátiles) han tenido entrada y han sido aceptadas por la ECC debieran ser declaradas firmes, de manera que el lapso de tiempo entre el momento de la transacción en el mercado y el de su comunicación a la ECC y aceptación por ésta debiera ser el más reducido posible.

173. De acuerdo con este planteamiento, la firmeza en el sistema de la ECC implicará que, desde el momento en entren las órdenes en el sistema, la ECC se convertirá, de manera firme e irrevocable en contrapartida para vendedor y comprador, con independencia de lo que luego ocurra con la compensación y liquidación, asumiendo la ECC el riesgo.

6.3 La firmeza en el DCV

¹⁴ Artículo 56 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

174. Una vez realizada por la ECC la novación y posterior compensación de las órdenes de transferencia originadas en el mercado, se cursarán las instrucciones de liquidación al DCV. Una vez operada la compensación, la ECC se situará frente al DCV como una entidad participante más.

175. Las instrucciones de liquidar el resultado de la compensación, que constituyen órdenes netas, han de ser recibidas y aceptadas en el DCV a los efectos de ser consideradas firmes en esa institución. Esta firmeza habrá de fijarse en las normas del DCV.

176. El análisis de la firmeza en el entorno del DCV debe necesariamente tener en cuenta el origen o tipología de la orden de transferencia que acceda a dicho sistema, en atención a las implicaciones operativas que se puedan derivar de los efectos de la firmeza o de su ausencia.

177. Se deben distinguir dos escenarios básicos: (1) las órdenes de transferencia que procedan de la ECC, (2) las órdenes de transferencia que no procedan de la ECC (OTC, etc.). A su vez, las alternativas sobre el momento de fijación de la firmeza en el DCV son las siguientes:

- 1) El momento del case.
- 2) El momento del inicio del procedimiento de liquidación, una vez comprobada la suficiencia de valores y efectivo.
- 3) El momento de la efectiva liquidación.

178. El momento del case podría parecer el que mejor pudiera aprovechar las ventajas jurídicas derivadas de la firmeza, puesto que permitiría al sistema aplicar sus procedimientos de liquidación pese al estado de insolvencia de una de sus entidades participantes, sin que ello implique que tenga que suplir la falta de efectivo o valores a efectos de llevar a cabo la liquidación, ni la obligación de emplear a tal fin medios distintos de los previstos en sus normas de funcionamiento¹⁵. No obstante, podría tener el inconveniente de reducir la flexibilidad operativa del sistema para solucionar incidencias en caso de impagos, al no permitir la revocación de las órdenes procedentes de la entidad insolvente (y de sus contrapartes) una vez se ha producido el case.

179. La segunda opción es utilizada por algunos de los principales depositarios centrales de Europa¹⁶. Implica fijar la firmeza una vez iniciado el ciclo de liquidación, comprobada la suficiencia de valores y efectivo y bloqueados éstos (*pre-funding*) de modo que hasta ese momento pueden revocarse las órdenes de transferencia que, iniciado el procedimiento, se sepa de antemano que van a obtener un resultado negativo.

180. La tercera opción señalada es la que menos aprovecharía las ventajas jurídicas de los efectos de la firmeza, aunque podría atribuir alguna ventaja a los participantes, individualmente considerados, que fueran responsables de la liquidación de las órdenes de un titular o intermediario en situación de insolvencia, en la medida en que podrían revocar las órdenes procedentes del cliente insolvente y evitarse así el quebranto que la insolvencia de su cliente les produciría. En este escenario resulta de vital importancia determinar en qué casos se podría revocar la orden (si en situación de insolvencia del participante o un tercero, o por mero incumplimiento del ordenante final o algún intermediario), así como quién sería el sujeto legitimado para revocarla (la entidad participante ordenante, su cliente, el Juez o autoridad concursal si hay situación de insolvencia, intervención de la CNMV). A todo ello habrá que añadir los perjuicios que esta revocación causará en las contrapartidas de liquidación, quienes, en principio, no han podido elegir, ni por lo tanto, valorar ni cubrir el riesgo de contraparte al que se les somete. Por ello, no parece que esta hipótesis sea la más coherente con la reducción del riesgo sistémico que se pretende reducir a través de normativa de la firmeza.

181. El proceso de compensación a realizar por la ECC debería durar lo menos posible, de manera que ésta pudiera comunicar cuanto antes al DCV sus órdenes con el resultado de la compensación y los saldos a liquidar. En otras palabras, el lapso de tiempo entre la novación y la compensación debiera ser lo más corto posible o, al menos, deberían regularse ciclos o procedimientos sucesivos que permitan a la ECC ir enviando al DCV cuanto antes los resultados y las correspondientes órdenes, de manera que el volumen en riesgo potencial para la ECC se vaya minorando lo más rápidamente posible.

¹⁵ Artículo 11.2.b) de la Ley 41/1999 de 12 de noviembre, sobre Sistemas de Pago y de Liquidación de Valores.

¹⁶ Clearstream Banking AG Frankfurt (Alemania).

30. ¿Considera relevante en este momento tener en cuenta alguna cuestión sobre la firmeza que no haya sido expuesta?

31. ¿Cuál de las tres opciones sobre el momento de la firmeza en el DCV considera más adecuada desde el punto de vista de la protección del sistema?

7. Implicaciones sobre la estructura y competitividad del sector financiero español

7.1 Encaje en T2S

182. El procedimiento de compensación y liquidación producto de la reforma incluye dos aspectos relevantes que facilitarán una posible futura integración del sistema de liquidación bursátil en el proyecto T2S: la eliminación de las referencias de registro, que suprime la obligación actual de entrega previa de RR para liquidar las ventas y la introducción de una ECC para compensar las operaciones de la plataforma multilateral bursátil.

183. T2S no efectuará llevanza ni gestionará RR ni cualquier otro código de control o de identificación de las operaciones de los mercados multilaterales, tareas que corresponden a los DCV. Para atender a aquellos DCV en los que la liquidación de las operaciones esté sujeta a algún condicionante, T2S tiene prevista una funcionalidad denominada “CSD validation hold/reject”, que una vez activada por cualquier DCV para cada código ISIN que lo precise, pondrá automáticamente en espera todas las instrucciones que se envíen al sistema sobre ese ISIN, incluyendo las que remitan los participantes con conectividad directa. Una vez satisfecho el condicionante, el DCV liberará las instrucciones que estaban en espera. La eliminación de la necesidad actual de aportación previa de la RR para justificar las ventas hará innecesario que Iberclear utilice esta funcionalidad y también permitirá que los participantes de los DCV utilicen plenamente la opción de conectividad directa que ofrece T2S, que facilitará, en particular, la liquidación entre participantes de diferentes DCV y en particular las operaciones OTC.

184. T2S sólo liquidará operaciones bilaterales, es decir, tratará la liquidación por brutos, operación por operación (“Real Time Gross Settlement”). La introducción de la ECC conllevará la sustitución por Iberclear de los ciclos multilaterales de liquidación actuales por otros exclusivamente bilaterales, en los que se liquidarán las operaciones que procedan de la ECC, resultantes de los procesos de neteo previos. La interposición de una ECC permitirá transformar el modelo de liquidación bursátil multilateral actual en otro exclusivamente bilateral, perfectamente compatible con T2S.

7.2 Potenciales consecuencias en términos de costes y eficiencia

185. La liquidación en Iberclear se hará más eficiente en términos de costes por la reducción del número de operaciones a liquidar derivada de los beneficios del neteo previo en la ECC y la mayor agilidad de los procesos de liquidación por saldos. En sentido contrario, Iberclear y sus participantes deberán afrontar los costes asociados a los cambios en los procedimientos de liquidación.

186. A corto plazo, deberán de tenerse en consideración los costes de desarrollo e implantación del nuevo sistema de control de los saldos y de la llevanza del registro de valores. El control basado en saldos no precisa que el DCV mantenga los códigos de las RR vivas, que identifican los flujos que dan lugar a cada apunte registral, por lo que, una vez implantado, el nuevo sistema de control conllevará previsiblemente costes de gestión sensiblemente inferiores a los actuales.

187. Las operaciones que se compensen en las ECC deberán incorporar el coste de este nuevo servicio. No obstante, el coste global asociado a las garantías aportadas a la ECC debería ser inferior al del sistema actual de fianzas en garantía de la liquidación, debido a la capacidad de compresión de la ECC.

32. ¿Considera que los costes del sistema en su conjunto serán más reducidos que los actuales?

33. ¿Considera que la eliminación de las RR puede abaratar los procesos de liquidación y registro?

7.3 Reducción del número de participantes: miembros de mercado, compensadores, liquidadores y custodios

188. En la situación actual, la actividad de liquidación está muy concentrada en un número relativamente moderado de entidades. De los 74 participantes activos, 10 cubren el 80% del volumen liquidado. En el área del registro se observa un grado de concentración es similar, con 15 entidades que mantienen el 80% de los saldos de valores de renta variable. Las empresas de servicios de inversión (ESI) residentes lideran la contratación bursátil, las sucursales de entidades de crédito y ahorro (ECA) de la Unión Europea son las que tienen mayor cuota de liquidación, mientras que las ECA residentes dominan la actividad de registro.

189. Los cambios propuestos en la reforma repercutirán en la distribución actual del negocio de valores españoles de renta variable, a la vez que estarán condicionados por ésta.

190. Las modificaciones a introducir podrían aumentar el grado de concentración existente en las actividades de liquidación y registro, como consecuencia de una previsible reducción del número actual de participantes que traería, a su vez, la disminución del volumen y del número de operaciones a liquidar y el aumento de los requisitos de solvencia necesarios para el desempeño de las actividades de liquidación y registro.

191. El neteo previo en la ECC producirá una reducción importante en el volumen y en el número de operaciones a liquidar. En paralelo, la liquidación por saldos y el nuevo sistema de control de la llevanza registral conllevarán una mayor asunción de responsabilidades por parte de las entidades de Iberclear, a las que se les exigirán mayores requisitos de solvencia, que no todos participantes actuales podrán afrontar.

192. Por otra parte, la alteración del sistema de registro, con la eliminación de las restricciones operativas ligadas al momento de la firmeza y al aseguramiento de la entrega podría requerir la revisión de algunas reglas de contratación, entre otras en materia de agrupación de órdenes o de limitación de ventas en corto.

193. Como resultado de la introducción de la ECC, los miembros de mercado necesitarán contar con un miembro compensador de sus operaciones. Además, el nuevo sistema de liquidación no liquidará las compras hasta sus contrapartidas vendedoras se puedan liquidar. Estas dos circunstancias podrían introducir algunas restricciones a parte de las operativas intradiaria, que probablemente requiera de un mayor afianzamiento que el actual debido a que los miembros podrán ejecutar operaciones en el mercado de órdenes solo hasta el límite que les permitan los contratos con sus miembros compensadores, no pudiendo asumir más riesgos que los derivados del contrato.

194. La nueva actividad de compensación deberá ser desempeñada por entidades de elevada solvencia, siendo previsible que sólo a unas pocas entidades les interese darse de alta en la ECC en calidad de miembros compensadores.

195. En suma, los cambios propuestos en el sistema de liquidación podrían conllevar una mayor concentración en las entidades que cuentan con mayores capacidades en materia de tecnología de procesos y sistemas y en términos de recursos propios. Al mismo tiempo, la distribución de costes y de ingresos a lo largo de la cadena de valor (a) contratación, (b) compensación/liquidación y (c) registro, se verá previsiblemente alterada para los distintos tipos de entidades intervinientes.

34. ¿Considera que los cambios que introducirá la reforma producirán una reducción en el número de entidades que desempeñan estas actividades?

35. ¿Qué otros cambios considera que podría producir la reforma en la configuración actual de las actividades de poscontratación?

7.4 Especialización funcional

196. Por otra parte, la reforma podría permitir a determinados participantes acceder a algunas funciones sin tener que asumir otras que, en términos competitivos, les resulten gravosas. Es previsible una mayor especialización empresarial, con la aparición de nuevas funciones y modelos de negocio, en lo que hoy es en gran medida una cadena de valor integrada verticalmente.

197. Para facilitar la especialización funcional, podría contemplarse la introducción de la figura de miembro de mercado no liquidador, que evitaría la necesidad actual que tienen muchos miembros de mercado de arrendar sus actividades de llevanza de la liquidación y de contar con un agente liquidador de los pagos para poder liquidar sus operaciones.

198. Asimismo, podría introducirse cierta separación entre las funciones de liquidación y custodia/registro, por ejemplo permitiendo la función registral sin exigir el desarrollo de la función de liquidación, al objeto de permitir que ciertas entidades (por ejemplo las de reducido tamaño) concentren sus actividades en la que cuenten con mayores ventajas comparativas.

36. ¿Considera conveniente la introducción de la figura de miembro de mercado no liquidador?

37. ¿Considera que la separación de las actividades de liquidación y custodia/registro puede ser beneficiosa para algunas entidades?

ANEXO 1. Detalles adicionales de la operativa y funcionamiento del sistema de registro

A1.1 Principios de llevanza operativa del registro de detalle

A1.1.1 Conceptos básicos generales

El sistema registral estaría orientado a determinar las posiciones o saldos de valores existentes en cada momento en las cuentas de valores reconocidas en los dos escalones del sistema. Los valores serían identificados por su ISIN en dónde el alta y baja de un ISIN en el sistema conllevaría practicar anotaciones de alta en las cuentas del sistema que vayan a reflejar saldos de ese ISIN con carácter inmediato y simultáneo y en un solo acto en todas las cuentas.

La suma de las cantidades de valores en las altas practicadas sería idéntica al número entero de valores de ese ISIN cuyo registro se encomienda o asigna al sistema. Dicho número entero representativo de la cantidad total de valores de un ISIN a registrar será el "Lote de control " o "Lote" de valores que deberá controlar el sistema.

Cuando un ISIN dado de alta corresponda a una emisión de valores realizada por entidades cuyo país de origen sea el Estado Español y cuyo control registral se encomiende al sistema español el valor del Lote a controlar sería igual al número total de valores amparados y codificados bajo el mismo ISIN. En suma, sería la totalidad de los valores que integran la emisión codificada bajo un mismo ISIN.

Una vez dado de alta un ISIN, si procede su modificación, ésta sería realizada con anotaciones siempre del mismo signo, bien de alta o bien de baja, según corresponda, respectivamente, a un aumento o a una reducción, del valor del Lote a controlar por el sistema. Las anotaciones serían practicadas utilizando un modelo de partida simple (mismo signo), en el que todos los apuntes serían simultáneos y en un sólo acto en todas las cuentas que reflejasen los saldos de ese ISIN en el sistema.

a) Cuando se tratara de un ISIN con origen en España cuyo registro se encomiende en su totalidad al sistema español, las modificaciones sólo podrían derivar de una ampliación autorizada conforme a norma legal en el número valores amparados por ese ISIN o de una reducción igualmente autorizada en dicho número.

b) Cuando se tratara de un ISIN extranjero negociado en mercados españoles, la modificación solo tendría lugar por importación de valores hacia al sistema español o por repatriación de valores de vuelta al sistema de referencia al extranjero, que determinara la necesidad de ajustar el valor del Lote de Control de ese ISIN en el sistema español.

Toda modificación, por concepto distinto de una modificación del valor del Lote de control, en los saldos de las cuentas que recogiesen los valores de un determinado ISIN reconocido en el sistema habría de realizarse mediante anotación contable de doble partida (distinto signo en los apuntes) en cuentas del sistema que recojan los saldos de ese ISIN.

Así, todo aumento del saldo -en una cantidad X de valores- por concepto distinto a una modificación del valor del Lote de Control, en una cuenta que recogiera un determinado ISIN habría de corresponder con una reducción simultánea del saldo de una o más cuentas dedicadas a recoger valores de ese mismo ISIN -por igual cantidad X en agregado-. Toda anotación de alta (signo +) o de baja (signo -) de una cierta cantidad de valores en la cuenta de un determinado ISIN sólo podría realizarse si simultáneamente existiera alguna anotación de signo contrario de esa misma cantidad en otra(s) cuenta(s), dedicada a recoger los saldos de ese mismo ISIN.

El saldo de una cuenta no podría ser un número negativo. No se podrían entregar valores y por tanto anotar un baja en una cuenta por una cantidad superior al saldo que tuviera la cuenta en el momento previo a la entrega.

A1.1.2 Las cuentas de valores y su codificación armonizada

El sistema de codificación de cuenta de valores sería uniforme a lo largo del sistema, regulado y supervisado por Iberclear a nivel de atributos básicos.

La apertura y codificación de las cuentas de valores de los terceros en los participantes atendería a la denominación y razón social de las personas físicas o jurídicas identificados como tenedores de un saldo y a la forma jurídica de su relación con la tenencia de ese saldo. El sistema al codificar individualizaría las cuentas por naturaleza tenencia: personal única, personas en pro-indiviso, personas en gananciales y demás formas de tenencia en copropiedad en dónde los tenedores son conocidos.

Los participantes abrirían una sola cuenta de valores para cada combinación ISIN-naturaleza de tenencia titulares distintos existentes, de forma que para una misma razón de tenencia-titularidad e ISIN sólo hubiera una cuenta abierta en cada participante en idéntica situación de duración y disponibilidad legal.

La rectora del sistema y sus participantes podrían acordar detalles y desarrollo de los campos o atributos definidos como básicos para la codificación de las cuentas y su ordenación. El código de toda cuenta individualizada en el sistema identificaría al menos los siguientes campos o atributos básicos:

- **[ISIN] / [participante] / [tipo de cuenta si individualizada o, en su caso, colectiva]/ [código de localización- identificación de la cuenta en el participante]** + código o secuencia de control.

- **[Duración de la tenencia]:** indefinida o definida por ser temporal (préstamos), transitoria o instrumental.

- **[Estado de disponibilidad del saldo]:** libre (sin restricciones), limitada por cualquier situación que restrinja anotaciones y modificación del saldo (embargo, en garantía sin desplazamiento.....)

Las cuentas abiertas variarían según la situación de duración indefinida o definida de la tenencia y según su saldo sea o no de libre disposición. Si todo o parte del saldo de una cuenta, por ejemplo, de duración indefinida cambiara de situación, por ejemplo, porque se hubiera prestado, se cargaría una baja en la cuenta de duración indefinida y se daría de alta una nueva cuenta de duración definida (temporal) por el saldo prestado. Un proceso análogo y equivalente se seguiría si parte o todo el saldo de una cuenta deja de ser de libre disposición

Iberclear elaboraría un manual, accesible a todos los participantes, descriptivo de todos los atributos a codificar (incluido el relativo de localización/identificación de la cuenta en los participantes) y de los procedimientos seguir en la codificación. Igualmente desarrollaría los mecanismos necesarios para asegurar que el proceso de codificación por parte de los participantes en el sistema cumple con las especificaciones establecidas.

A1.1.3 Las anotaciones de partidas en las cuentas y su codificación armonizada

Anotaciones por compraventa

Los participantes en el sistema podrán practicar anotaciones de alta y de baja provisionales en las cuentas que tengan abiertas a partir de la información que hayan facilitado a los miembros compensadores en fase de ratificación de la compensación en Cámara de Contrapartida Central sobre disponibilidad de saldos de valores para transacciones de entrega de valores. En todo caso los participantes deberán practicar dichas anotaciones en el momento en que entreguen los valores afectos a ventas a los liquidadores y el monetario correspondiente a las compras se halle disponible en las cuentas de tesorería del sistema de pagos afectas a la liquidación.

a) Las anotaciones comprenderán también aquellas compraventas entre cuentas y saldos llevadas por el mismo participante que eventualmente pudieran no dar lugar a librar efectivo o valores a un liquidador tercero distinto del propio participante, por ser éste el liquidador de dichas compraventas.

b) Cerrada la liquidación sin que el participante haya sido informado de su interrupción o fallo, las anotaciones practicadas pasaran a ser definitivas y quedarán anotadas en las cuentas que tengan abiertas a los tenedores a los que realizan la llevanza de sus saldos en el sistema.

Iberclear seguirá un procedimiento equivalente para la llevanza de las cuentas de valores individualizadas

(cuentas propias de los participantes y otras que pudiera llevar de forma directa e individualizada) que tenga abiertas en sus libros centrales y de las que es responsable directa, con las adaptaciones .

Con relación a las *cuentas generales de terceros* en sus libros centrales que reflejan la posición por ISIN y participante de los saldos de terceros tenedores en cuentas individualizadas y, en su caso, colectivas, que llevan los participantes:

a) Iberclear accederá directamente a la información de movimientos de saldos que intervienen en la liquidación de compraventas desdoblado compras y ventas (aún cuando la liquidación sea por netos) de los tenedores terceros a nivel de altas bajas ISIN y participante.

b) A partir de esta información anotará las altas y bajas por compraventas en las cuentas agregadas generales de control de terceros correspondientes que Iberclear ha de mantener en sus libros centrales.

Anotaciones por causas distintas de la compraventa

Cuando un suceso u operación cambie el estado de duración o disponibilidad de todo o de parte del saldo de una cuenta, se procederá a transferir el saldo afectado a una cuenta que refleje convenientemente el nuevo estado o situación. La anotación de alta del saldo afectado en la cuenta que refleje su nueva situación y la baja de ese saldo de la cuenta antecedente habrán de producirse tan pronto como un participante disponga de información suficiente de la operación o del suceso que motiva el cambio de estado y situación del saldo.

La anotación de alta o de baja por modificación del saldo de una cuenta por transferencia de una parte o de todo el mismo, por motivo distinto de compraventa, no mediando un cambio en su estado o situación de duración o disponibilidad y sí una transferencia hacia o desde otra cuenta de distinta tenencia, habrá igualmente de realizarse tan pronto se disponga de información suficiente acerca de la operación o del suceso que motiva la transferencia.

Iberclear regulará para cada concepto qué tipo de información se considera suficiente para proceder a la inscripción de una partida por causa distinta de compraventa. Igualmente regulará los protocolos, formatos y procedimientos de comunicación de esa información entre participantes.

Codificación de las partidas que modifican saldos anotadas en las cuentas

Iberclear regulará la codificación de las partidas básicas susceptibles de ser objeto de anotación contable en las cuentas, incluidas las que lleven sus participantes, reconocidas en el sistema. Igualmente regulará los formatos de anotación de esas partidas básicas. Las cuentas no podrán recibir partidas modificativas de su saldo con códigos distintos de los reglados por Iberclear.

No obstante los participantes podría desarrollar el código armonizado , cuando sea de su interés, añadiendo al mismo los sub-códigos (extensiones del código general) de anotación de partidas para la llevanza interna de sus libros de cuentas de valores de los terceros tenedores que son sus clientes. Estos desarrollos o extensiones, de carácter privado, no se opondrán a los reconocidos por el sistema ni surtirán efectos frente al sistema.

- El reflejo de una operación modificativa de saldos, distinta del cambio del valor del Lote de control de un ISIN, conllevará codificar la(s) anotación(es) de alta y de baja en las cuentas conforme a su naturaleza conceptual y con el signo que corresponda, altas (+) y en bajas (-) La codificación de esas partidas de alta y de baja responderá a la naturaleza jurídica de las operaciones originarias modificativas de la posición de tenencia reflejada en cada cuenta.

- Iberclear armonizaría el código de cada partida admisible como anotación, que contendría como mínimo los siguientes campos de datos y distinguiría al menos los siguientes conceptos:

- o **[Fecha de la anotación] [ISIN afectado] [concepto anotación partida] [signo anotación] [cantidad de valores] + [fecha -si es conocida- originaria del alta o baja].**
- o Se añadirá en caso de transmisión de diarios el código de la cuenta (los campos o atributos básicos de éste) correspondiente en que se ha inscrito la partida.

- o Conceptos de anotación de partidas: **(1º) Compra-ventas, pudiendo discriminar por origen (mercado secundarios, SMN, IS, OTC.. etc); (2º) Cesiones temporales de valores (con desplazamiento), discriminando préstamos de otras cesiones temporales, pudiendo a su vez tipificar éstas; (3º) Afección a garantías con desplazamiento de valores al prestatario; (4º) Entrega/Recepción de valores sin vuelta al cedente como ejecuciones judiciales, ejecuciones de garantías, donaciones y demás transmisiones a título lucrativo. (5º) Traspasos contra pago; (6º) Traspasos libres de pago (7º) Otros**

- Iberclear común acuerdo con sus participantes regularía la armonización de la codificación de otras partidas conceptuales en razón a la efectiva transmisión o desplazamiento en derecho de la tenencia de una parte o de todo el saldo.

Las especificaciones informáticas de los formatos de los códigos de las partidas y las anotaciones, incluidos los formatos de las cantidades a dar de alta y baja y su signo serían definidos por Iberclear. Las especificaciones informáticas a regular asegurarían la compatibilidad de todos los ficheros de anotación de partidas en todos los participantes y en los libros de la propia Sociedad de Sistemas.

También definiría los sistemas de transmisión, así como los procesos para validación de éstas, y de comunicación de los resúmenes diarios de anotaciones agregadas de altas y bajas brutas y su desglose por conceptos que los participantes transmitirán diariamente a Iberclear. Esta armonización alcanzaría a las especificaciones o protocolos informáticos para asegurar la compatibilidad al remitir, compartir y procesar ficheros informáticos de anotaciones de partidas de altas y bajas en todo el sistema, entre participantes y entre éstos y Iberclear.

A1.2 Mecanismos de control y supervisión:

Controles diarios

Además del seguimiento de la integridad del Lote de control de cada ISIN, diariamente Iberclear recibiría de cada participante un resumen del diario contable de las anotaciones por cada ISIN de las altas y bajas agregadas brutas definitivas practicadas en las cuentas y saldos cuya llevanza realizaran sus participantes para tenedores terceros.

a) Este resumen contendría información similar a la de un mayor o balance contable de comprobación de sumas y saldos simplificado por ISIN y sin detalle identificativo de las cuentas individualizadas en el participante afectadas por esas sumas. La información a recibir por Iberclear de cada participantes sería, para cada ISIN, el agregado de altas y bajas en el conjunto de las cuentas de los terceros tenedores llevadas por el participante con el saldo anterior y posterior resultante tras esas altas y bajas en ese conjunto. Esta información tendría como único desglose las distintas sumas de altas y bajas agregadas por familias de códigos de alta y baja, conforme a la estructura de codificación de anotaciones que se hubiera establecido.

b) En el caso de darse la opción de llevanza indirecta de cuentas de determinados terceros por parte de Iberclear, el resumen del diario contable de anotaciones que cada participante remitiría con información de sumas agregadas de altas y bajas y el saldo que se ha descrito en el párrafo precedente sí contendría información identificativa de las cuentas únicamente para los terceros en llevanza indirecta por Iberclear.

Controles periódicos no necesariamente diarios

Iberclear vendría obligada periódicamente a realizar los siguientes controles de arqueos y conciliación general y de detalle de cuentas y anotaciones en ellas:

- A remitir cada participante un extracto de saldos y anotaciones (las habidas desde el extracto anterior) en las cuentas agregadas generales de control de terceros por ISIN-participante que mantiene dicha Sociedad a fin de que aquéllos concilien tales extractos y sus saldos con la suma de saldos de cuentas individualizadas o, en su caso, colectivas que mantienen. Los participantes habrían de comunicar a Iberclear, en el plazo establecido, cualquier partida que sea una diferencia no explicada en la conciliación.

- A remitir un extracto a sus participantes de las anotaciones (las habidas desde el extracto anterior) y los saldos de las cuentas individualizadas en los libros de Iberclear cuya llevanza es de tipo indirecto. Estos extractos se podrían remitir al tiempo que los citados en el párrafo inmediato anterior para ser conciliados al igual que los ahí referidos.

- A remitir un extracto a los tenedores a los que la propia Sociedad de Sistemas realiza la llevanza de sus cuentas de tenencia individualizada en sus libros centrales. Los tenedores habrían de comunicar a esa Sociedad cualquier partida anotada o saldo con el que discrepen en el plazo que se establezca.

- A recabar de cada participante el envío de los saldos de todas las cuentas de terceros mantenidas en los libros del participante, a una fecha o en un periodo de elección aleatoria de Iberclear para servir de cuadro y para conciliación con las cuentas agregadas generales de control terceros por ISIN-participante que habría de llevar Iberclear.

- A recabar de cada participante el envío de los diarios de anotaciones detalladas en las cuentas que tuvieran abiertas, para un determinado periodo a elección aleatoria de la rectora, para su cuadro con las informaciones del diario resumido remitidas por los participantes para cotejo descritas antes como control diario y para supervisión de secuencias de apertura, cierre y cambio de estado de duración y disponibilidad de las cuentas.

En caso de discrepancia entre el saldo de una determinada cuenta de terceros agregada por ISIN-participante en los libros de Iberclear y el conjunto de saldos de las distintas cuentas de un determinado ISIN en el participante, se consideraría preferente y válido, salvo prueba en contrario, el saldo que reflejase la cuenta agregada para ese ISIN y participante en los libros de esa Sociedad.

- El participante vendría obligado a conciliar y justificar el origen y causa de la discrepancia ante Iberclear y aportar toda la información y datos de detalle explicativos.

- Iberclear no sería responsable de la calidad y exactitud de la llevanza que sus participantes realizasen de las cuentas individualizadas y, en su caso, colectivas, que tuvieran abiertas ni de las discrepancias o anomalías en sus saldos. No obstante, sí lo sería con relación a la llevanza de las cuentas individualizadas en sus libros centrales de aquellos tenedores con cuenta directa abierta.

Otros mecanismos de control

Iberclear podría exigir a sus participantes y éstos vendrían obligados a dar, cuanta información y dato sobre las cuentas llevadas por éstos, fuera esa información agregada-resumida, fuera desagregada-desglosada por cuentas individualizadas, estimada necesaria para las funciones de supervisión del sistema, incluyendo en este ámbito las informaciones que la CNMV pudiera requerir para supervisión y cuya comunicación a la CNMV gestionara o se realizase por mediación de Iberclear.

Periódicamente, Iberclear, elaboraría un informe acerca de la calidad y exactitud de la llevanza de cuentas de valores en el sistema y de las anomalías detectadas y su gravedad. En dicho informe Iberclear propondría cuantas medidas fueran necesarias a su entender, tras consultar a sus participantes, para la mejora del sistema. Este informe habría de ser remitido a la CNMV, que podrá recabar de Iberclear sus bases de elaboración detalladas, incluyendo la identificación de los participantes en donde se hubieran detectado mayores anomalías.

Con independencia del informe a que se refiere el párrafo anterior, con relación a una cuenta abierta en el fichero maestro de cuentas o a una cuenta individualizada abierta en sus libros, Iberclear debería informar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de toda anomalía o discrepancia en un saldo no conciliada ni justificada, o que no se hubiera podido resolver en el plazo previsto al efecto tras haber instado e intentado su resolución. Dicha información propondría el curso o solución a dar cada asunto remitido para información a la CNMV.

A1.3 Facilitación de operaciones financieras y corporativas y demás prestación de servicios a los emisores

Con ocasión de la preparación de una operación financiera o corporativa los emisores de valores cuyo registro central esté a cargo de Iberclear se dirigirían necesariamente a esta entidad, en tanto que rectora del sistema, para obtener los datos necesarios para facilitar la ejecución de dichas operaciones.

- Iberclear sería el único interlocutor válido en la preparación de estas operaciones entre los emisores y los intermediarios participantes en su sistema de registro

- Iberclear estaría facultada, en el contexto de la facilitación de estas operaciones, a recabar de sus participantes con referencia cierta(s) fecha(s) todos los detalles identificativos de tenedores y saldos en las cuentas que los participantes llevaran y de las que Iberclear desconociera sus detalles.

- Los participantes estarían obligados a facilitar a Iberclear en este contexto los datos recabados en todos sus detalles, que serían guardados por Iberclear sólo en tanto sea necesario mantenerlos por estar en curso las operaciones financieras o corporativas a las que sirven.

Iberclear regularía expresamente los ficheros, formatos electrónicos y protocolos de remisión de esta información por parte de los participantes, entendiéndose que la regulación y armonización previa de las especificaciones informáticas de la estructura de cuentas y de las partidas a anotar garantizarían ya en gran medida la compatibilidad de datos a lo largo de la cadena de participantes en el sistema.

ANEXO 2. Principales cambios legislativos asociados a la reforma

A2.1 Introducción

En el momento actual en que se plantea una consulta pública sobre los cambios a introducir en los servicios de compensación, liquidación y registro en España, puede resultar precipitado realizar un examen pormenorizado de las materias a modificar. Por ello este apartado sólo pretende aportar un esquema general de las normas que previsiblemente deberán ser objeto de modificación y citar a grandes rasgos las materias que pudieran quedar afectadas.

Sin perjuicio de lo que más adelante se expondrá, ha de señalarse que la reforma que se plantea estará influenciada de manera muy significativa por las iniciativas legislativas que se están abordando en el seno de la Unión Europea.

Así, los trabajos preparatorios llevados a cabo por la Comisión Europea en relación con una futura Directiva sobre los derechos de los valores anotados en cuenta y sobre los depositarios centrales de valores, lógicamente pueden influir de manera significativa en esta reforma, una vez terminen materializándose. Destaca especialmente la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre derivados OTC, ECC y registro de información de transacciones, cuyos trabajos están ahora más avanzados y cuya influencia sobre la reforma española se vislumbra más inmediata e importante debido a que dicha propuesta de regulación armoniza los requisitos de constitución y funcionamiento de las ECC.

A2.2 Modificaciones normativas a acometer en materia de ECC

Habida cuenta que la propuesta de reglamento europeo regulará los requisitos exigibles a estas entidades, habrá que revisar el artículo 44 ter de la LMV, que es el que actualmente regula las ECC, con objeto de determinar su contenido a la vista de la propuesta de reforma y de la regulación comunitaria e identificar los aspectos no cubiertos por la normativa europea para incluirlos en la LMV, tales como: reglas de competencia sobre las ECC y medidas de supervisión e inspección (Título VIII de la LMV). Además, deberá analizarse qué normas especiales en materia concursal habrá que introducir o modificar, dado que estas cuestiones son de la competencia de los Estados Miembros.

No obstante lo anterior, la eventualidad de que la normativa europea actualmente en tramitación demore su entrada en vigor plantea la posibilidad de elaborar una norma de rango reglamentario que desarrolle la LMV en esta materia, a fin de proveer el instrumento normativo para que puedan constituirse ECC bajo Ley Española de acuerdo con los presupuestos expuestos en este trabajo en cuanto a requisitos de constitución y funcionamiento. Esta norma reglamentaria debiera ser coherente con la regulación comunitaria.

Además, tal como ya prevé el artículo 44 ter de la LMV, y en línea con la proyectada normativa europea, las ECC deberán tener reglas internas de funcionamiento que deberán ser convenientemente autorizadas. En la LMV la competencia para la autorización de las ECC se atribuye al Ministro de Economía y Hacienda, si bien es de destacar el protagonismo que el proyecto de Reglamento comunitario atribuirá en la autorización y supervisión de las ECC a las autoridades del resto de Estados Miembros y a la propia Autoridad Europea de supervisión de los mercados financieros (ESMA). Las normas internas de funcionamiento, o reglamento de funcionamiento de cada ECC, al igual que ocurre con el reglamento de funcionamiento de Iberclear, podrían ser objeto de desarrollo pormenorizado a través de Circulares e Instrucciones operativas.

En las normas internas de las ECC que se constituyan deberán incluirse disposiciones relativas a la firmeza.

Los acuerdos de interoperabilidad entre ECC y DCV o entre varias ECC deberían ser aprobados por todas las autoridades competentes de la infraestructuras implicadas.

A2.3 Modificaciones normativas a acometer en materia de liquidación y registro

En relación con la liquidación y el registro de valores habrá que incluir modificaciones en la LMV, en el Real Decreto 116/1992 y, en el Reglamento de Iberclear.

En la LMV habrá que analizar fundamentalmente:

- El capítulo II del Título I relativo a “los valores representados por medio de anotaciones en cuenta”. Desde el punto de vista jurídico, y en particular en su vertiente jurídico-privada del registro de valores, el cambio de modelo operativo no parece que exija ninguna modificación radical en nuestro Derecho. El marco jurídico vigente establecido en la LMV es en gran medida neutral respecto del modelo operativo de llevanza del registro contable y, por consiguiente, conciliable tanto con un sistema de referencias de registro como con un sistema de saldos.

No obstante, y teniendo en cuenta la experiencia que nos aporta el Derecho comparado, resultaría oportuno introducir diversas modificaciones normativas para reducir los riesgos legales que podría provocar el cambio de modelo propuesto.

- El artículo 44 bis relativo a la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, deberá ser revisado, en concreto las especialidades en materia concursal tales como la introducción de la regla de la prorrata en caso de insuficiencia de valores por las entidades participantes o la necesidad de afectación de la cuenta propia a la de terceros para atender situaciones de insuficiencia de valores de las entidades participantes a sus clientes.

- Las modificaciones a incluir en el RD 116/1992 serán cuantitativa y cualitativamente muy importantes ya que habrá que revisar las normas reguladoras del registro de valores admitidos a negociación en Bolsa y afectarán a la liquidación (aseguramiento en la entrega, garantías, principios del sistema) a la supervisión por Iberclear y al acceso de entidades participantes, entre otras cuestiones.

Como consecuencia de lo anterior deberá llevarse a cabo una modificación sustancial en el Reglamento de Iberclear, que incluya aspectos más técnicos relacionados con la liquidación, sobre todo, de las operaciones realizadas en Bolsa que se compensen a través de una o varias ECC, el registro de valores y las reglas sobre firmeza. A su vez, esta modificación puede originar un buen número de modificaciones de Circulares e instrucciones operativas.

Adicionalmente a las cuestiones propias de la reforma, en materia de registro de valores anotados en cuenta habrá que valorar el impacto de una posible directiva sobre valores. De momento se están acometiendo trabajos preparatorios. Dado que la proyectada Directiva podría abarcar toda clase de valores anotados en cuenta (los registrados en Iberclear, los no cotizados y las cuentas que llevan las entidades habilitadas a prestar servicios de custodia y administración de valores), su aprobación podría traer consigo la obligación de reforma de mayor alcance, que afectaría tanto a la LMV (Capítulo II del Título I habría de abarcar no sólo las cuentas de valores en régimen de tenencia directa sino también indirecta, artículo 63 etc.) y al RD 116/1992.

A2.4 Modificaciones a acometer en el Real Decreto-Ley 5/2005 de 11 de marzo

En relación con el capítulo II del Real Decreto-Ley 5/2005 de 11 de marzo habrá que prever, caso de estimarse conveniente, su modificación para incluir el vencimiento anticipado y neteo de posiciones ("close out netting") o posibilidad de que los miembros de una ECC y las entidades participantes en el DCV puedan compensar con sus clientes las deudas y créditos recíprocos y cobrar el saldo neto resultante a su favor con cargo a las garantías que éstos hubieran aportado, con especial preferencia en caso de insolvencia del cliente. En esta materia, habrá que tener también en cuenta la evolución de las iniciativas regulatorias comunitarias.

A2.5 Reglamento de las Bolsas

Debe destacarse que, de acuerdo con el artículo 31.2 de la LMV las Bolsas deberán redactar un Reglamento que contendrá, entre otras, las reglas sobre compensación y liquidación de transacciones y supervisión y disciplina de mercado. De acuerdo con ello las Bolsas deberán redactar sus reglamentos en los que deberán especificar la ECC en la que se van a compensar sus operaciones y a Iberclear como entidad encargada de la liquidación y registro de los valores. Las Bolsas deberán suscribir acuerdos con la ECC para regular sus relaciones.

Las relaciones entre las distintas infraestructuras implicadas en la negociación, compensación y liquidación y registro de las operaciones sobre valores negociados en mercados deberán plasmarse en los correspondientes convenios que deberían ser autorizados por la autoridad o autoridades competentes en cada caso (CNMV, Banco de España, CCAA).

A2.6 Resumen de los actos administrativos exigibles para implantar la reforma

La implementación de la reforma no sólo implica la necesidad de acometer reformas normativas cuantitativa y cualitativamente muy significativas, sino que también exigirá que se adopten relevantes actos de carácter administrativo.

Actos administrativos necesarios para la constitución de una ECC en España:

- Autorización por la autoridad competente, incluidas sus normas internas de funcionamiento (Reglamento, circulares, etc).
- Autorización del Consejo de Ministros para la atribución de la consideración de Sistema de acuerdo con la Ley 41/1999 de Firmeza a la ECC que se constituya.

Actos administrativos necesarios para la puesta en marcha del nuevo sistema de compensación liquidación y registro:

- Autorización de las modificaciones en el Reglamento de Iberclear, circulares, instrucciones, etc.
- Autorización de los Reglamentos de las Bolsas de Valores.
- Autorización de los convenios entre las distintas infraestructuras de negociación, compensación y liquidación y registros, en el que se regulen de manera detallada sus relaciones jurídicas.