

RESPUESTA DE BBVA AL DOCUMENTO EN CONSULTA PÚBLICA DE CNMV “PROPUESTAS DE REFORMA EN EL SISTEMA ESPAÑOL DE COMPENSACIÓN, LIQUIDACIÓN Y REGISTRO”

0. Introducción.

Hacemos una valoración positiva de los principales aspectos y principios plasmados en el documento sometido a consulta (el “Documento”), por cuanto recogen los resultados de los grupos de trabajo mantenidos a largo de 2010.

Al ir contestado las preguntas que se contienen en el Documento, hemos procurado ir dando entrada a algunos temas que pensamos podrían tener un mayor desarrollo en la reforma. Así, surgen a lo largo de nuestras contestaciones aspectos como la interoperabilidad (arts. 48 a 50 del proyecto de Reglamento Europeo sobre derivados OTC, entidades de contrapartida central y registros de información de transacciones (“EMIR”), la portabilidad (art. 37 de EMIR), junto con otras materias que estimamos sería deseable revisar (el tratamiento específico como incidencia del concurso de un participante en una ECC, la organización de las cuentas de valores solamente por titular (sin que deban existir tantas como códigos ISIN llegue a acumular un mismo titular).

Aparte del EMIR en relación con la ECC, tampoco podemos dejar de pasar por alto la incidencia que el proyecto de Directiva de Valores (“SLD”) tendrá en la reforma, cuya tramitación deberá acompañarse al ritmo que lleven estas modificaciones normativas y la puesta en funcionamiento de TARGET2-Securities.

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

3.1. Cometido e implicaciones de una ECC

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

Entendemos que el objetivo que se pretende con el nuevo modelo es la posibilidad de bilateralización en todo momento de las operaciones. En este sentido nos parece adecuado, siempre que dicho modelo facilite y agilice los procesos actuales y no suponga un retroceso con respecto a la problemática actual de determinación de cambios medios y asignación de ejecuciones múltiples a un mismo titular, como sería por ejemplo el caso de las IICs.

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

Sí, siempre que sea posible identificar inequívocamente a la parte incumplidora ante la ECC, a partir de los procedimientos, protocolos y penalizaciones aplicables que ésta tenga establecidos para el caso de incumplimiento.

3.5. Ubicación y accionariado de la ECC

Pregunta 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?

Los planteamientos expuestos para diferenciar las funciones de la ECC con respecto de las del DCV y el establecimiento de un operador diferente de la Sociedad de Sistemas nos parecen correctos.

Las premisas básicas que podrían determinar la eficiencia y solidez de este tipo de infraestructura de mercado se exponen en el documento de forma muy genérica, no obstante, en los términos expuestos, nos parecen adecuadas.

Cabría matizar, al respecto del apartado 4) del punto 42 que el esquema de gobierno corporativo, más que "consagrar" el principio de participación de los usuarios, debe asegurar fehacientemente dicha participación.

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

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

Si bien EMIR en su redacción actual obliga a que en la liquidación de derivados se interponga una ECC, no existe actualmente tal obligación respecto de operaciones de renta variable multilaterales. Puede ser suficiente que la obligación de interposición de la ECC en operaciones multilaterales se fije en los reglamentos de los mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación, sin recurso a norma de rango legal española, dado que estos reglamentos pasarán el filtro de su aprobación por la CNMV (arts. 31 bis.3, 120.2 y 125.2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores "LMV").

Pregunta 5: ¿Cree que en la reforma debería abordarse la prestación conjunta de servicios de ECC para renta fija y variable?

Sí. Entendemos que para los operadores en distintos tipos de activos ello puede suponer una mayor eficiencia en la gestión del colateral.

Pregunta 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)?

Consideramos que no debe extenderse la obligatoriedad del uso de la ECC a contrataciones bilaterales, pero sí consideramos aconsejable que las ECC tengan las facilidades o confieran a las partes en una contratación bilateral o bien a las plataformas que facilitan este tipo de contratación, la opción de acceder a la compensación de sus operaciones en los mismos términos establecidos para la contratación multilateral.

3.8. Conflictos de interés y gobierno corporativo de la ECC.

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

Sí, los consideramos ajustados a los expuestos por nuestra entidad en el grupo de trabajo.

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

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

Al respecto de los niveles de capitalización y de liquidez de la ECC consideramos que la regulación y exigencia de los mismos debe observar los más altos estándares de la industria y debe fijar claramente la obligación del cumplimiento de los mismos. De otro lado, deben establecerse los mecanismos de supervisión periódicos adecuados que aseguren que estos niveles están alineados con los niveles de riesgos y volumen de actividad compensados por la ECC.

En cuanto a la posibilidad de acceso a la facilidad de la liquidez del banco central, la consideramos como un elemento crítico para garantizar la solvencia y solidez de la ECC, aunque para ello deba contemplarse la necesidad de disponer de una licencia bancaria. A este respecto,

consideramos necesario que la regulación establezca las limitaciones necesarias en el uso de la licencia bancaria, de tal modo que el uso de la misma se limite al citado acceso a la liquidez y no se permita el desarrollo de actividades adicionales a las propias de la compensación de operaciones.

3.12. Resolución de incidencias por parte de la ECC.

Pregunta 9: ¿Considera apropiados los mecanismos de resolución de incidencias propuestos?

En relación con la insuficiencia de valores, el recurso al préstamo centralizado, a la recompra y a la utilización de aquellos valores entregados a la ECC en garantía por aquellos miembros que lo hayan autorizado, junto con mecanismos de provisión de liquidez para paliar insuficiencia de efectivos, parecen mecanismos susceptibles de ser recogidos en las normas de adhesión y funcionamiento de cada ECC, variando su alcance específico según cada ECC y el tipo de operaciones en las que se interponga, las garantías que exija o el perfil de sus entidades participantes.

Entre las incidencias consideradas por EMIR (arts. 40 y 42) figura la insolvencia de un participante en una ECC, por lo que consideramos apropiado que tal régimen se añada al Documento. El concurso de un participante puede requerir medidas legales adicionales que impongan mecanismos de resolución de incidencias con efectividad tras la firmeza de las operaciones registradas en la ECC, o que permitan a los administradores concursales intimar a la ECC para desencadenar, en caso necesario, los mecanismos mencionados anteriormente (por ejemplo los pasos 1) y 2) del punto 69).

En función de la redacción final de EMIR sobre el fondo y "cascada" de incumplimientos (arts. 40 y 42), aplicables también en caso de insolvencia de un participante, y del tratamiento legal español que, en su caso tenga lugar (conectando esta materia con la firmeza de la ECC del apartado 6.2 del Documento), la "cascada" del punto 69, podrá variar, con la inclusión en el circuito del fondo de incumplimiento de la ECC y con la clarificación de que las garantías que se mencionan en este epígrafe del Documento son las aportadas por el participante incumplidor y no por el resto de participantes en la ECC.

4. Cambios en el modelo de liquidación

4.1. Sistema de liquidación por saldos

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

Sí, el modelo propuesto se considera apropiado y necesario para el mantenimiento de la competitividad de las infraestructuras y de la industria española en el nuevo contexto europeo.

4.2. Requisitos a los participantes en el nuevo sistema de liquidación

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

Sí, en el nuevo modelo las responsabilidades de control y gestión que recaen en las entidades participantes hacen necesario reforzar los requisitos que se establezcan para los mismos, en términos de solvencia, capacidad financiera, capitalización, dotación tecnológica y operativa y gestión de riesgos que aseguren un adecuado grado de control en relación con su actividad en el nuevo sistema de compensación y liquidación.

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

El recurso a la cuenta propia de un participante hay que distinguir si la entidad participante en el DCV ha sido declarada en concurso o no.

Si la entidad participante no ha sido declarada en concurso, responde conforme al régimen general del art. 1911 del Código Civil, con todos sus bienes presentes y futuros.

Declarado el concurso de una entidad participante, debemos preguntarnos si debemos alterar el actual *par conditio creditorum* para beneficiar a los depositantes de valores en la entidad, en el sentido de permitirles acceder a los valores que existan en la cuenta propia de la entidad por delante de otros acreedores. En nuestra opinión deben existir unos bienes jurídicos muy valiosos a proteger, antes de promover la alteración del actual estado de cosas concursal en beneficio de los depositantes de valores frente al resto de acreedores.

La versión actual de SLD, exige a los países contar con un mecanismo de resolución de los déficit de valores (sin decantarse por el recurso a la cuenta propia, pero estableciendo la presunción de estar, las cuentas de valores abiertas por las entidades custodias en los distintos

eslabones de la cadena de custodia, abiertas por cuenta de sus clientes -art. 13.1 SLD-). Por ello, quizás es preferible diferir la respuesta definitiva al recurso a la cuenta propia hasta ver como queda la cuestión en la SLD, al objeto de homologar en lo posible nuestro régimen al futuro régimen europeo.

4.3. Resolución de incidencias: el papel del DCV

Pregunta 13: ¿Considera apropiados los mecanismos de resolución de incidencias propuestos?

Los mecanismos expuestos nos parecen apropiados, no obstante consideramos relevante matizar que en el texto explicativo del documento a consulta, en los puntos 83 y 84 en los que hace referencia a que la liquidación de las operaciones compensadas por la ECC estarán “garantizadas” por ésta, el término “garantizar” debe interpretarse de manera distinta a “asegurar”, puesto que el principio de aseguramiento en la entrega desaparece en este nuevo modelo dando paso a la posibilidad en última instancia de anular operaciones y la aplicación de mecanismos de prestación sustitutoria o resarcimiento equivalente.

4.4. Sistema de penalizaciones, como restitución a la parte perjudicada

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

Sí, ver respuesta 13.

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

Sí, siempre que las penalizaciones que se establezcan sean proporcionales al perjuicio causado y sea posible identificar a la parte incumplidora.

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

No. Consideramos que la información sobre los incumplimientos, en su caso, debe ser conocida por el Regulador y debe ser éste quién determine la necesidad y/o utilidad para el conjunto del sistema de publicar o no información relativa a los mismos, así como las características, profundidad, alcance, periodicidad y supuestos en los que debe efectuarse dicha difusión.

5. Cambios en el sistema de registro

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

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

Preocupa el funcionamiento de las cuentas segregadas con registro contable compartido entre el DCV y sus entidades participantes (puntos 99; 124-127 y 134-137). Se debe establecer como norma general la obligación de las entidades de llevar una cuenta individualizada por titular (no por cada ISIN que un titular acumule). De manera adicional, las entidades podrán ofrecer a sus clientes la segregación (con cuenta relevante en la entidad participante pero coordinado con el DCV a los efectos de lograr un control reforzado del saldo) o el uso de cuentas globales (penalizadas en el caso de déficit de valores con respecto a las cuentas segregadas y las individualizadas y condicionado a que la SLD imponga a España la necesidad de reconocer este tipo de titularidad fiduciaria, tan ajena a nuestro ordenamiento).

Pregunta 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?

Una regla de prorrata claramente expresada y fijada en norma con rango de ley hará que el juez del concurso tenga marcado su camino de forma objetiva y contribuirá a que los inversores puedan optar por mantener sus valores en cuenta segregada, individualizada o global en función de la misma. En caso de considerarse oportuno la introducción del recurso a la cuenta propia de la entidad participante, la formulación de la regla de prorrata deberá tener también en cuenta esta circunstancia.

Los intereses presentes en estas situaciones son variados y contrapuestos, por lo que parece difícil que todos queden satisfechos, pero en cualquier caso la solución adoptada debería coordinarse con la adoptada en la SLD a nivel europeo.

Pregunta 19: ¿Está usted de acuerdo con la introducción de una regla como la propuesta?

Por las razones expuestas en la contestación a la pregunta 12, deberían existir unos bienes jurídicos muy valiosos a proteger, antes de promover el recurso a la cuenta propia de valores de una entidad concursada y alterar el actual estado de cosas concursal, privilegiando a los depositantes de valores frente al resto de acreedores (incluso frente a los depositantes de efectivo en entidades de crédito).

Pregunta 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 los valores en las cuentas de terceros?

En caso de optarse por el recurso a la cuenta propia, pensamos que se deberán valorar los siguientes supuestos:

- Los valores que la entidad quebrada haya aportado como garantía de sus obligaciones ante la ECC (o ante otro deudor concursalmente privilegiado) quedan fuera de esta regla, ya que responden en sede de firmeza (o de la obligación garantizada);
- Autocartera: si se trata de una entidad participante que es emisora de valores, puede tener acciones propias que no tiene mucho sentido que exista recurso a ellas porque su valor además sería muy reducido; y
- Con respecto a los valores mantenidos por la entidad insolvente en una cadena de custodia, debe mencionarse la propuesta de la SLD de establecer la presunción de que se mantienen a favor de sus clientes (el ya mencionado art. 13.1 SLD).

Pregunta 21: ¿O por el contrario la afectación de los valores en cuenta propia debe limitarse al déficit que por la misma clase de valor se produzcan en la cuenta de terceros?

La plasmación de la regla de prorrata deberá tener en cuenta, además de la identidad de los valores de los que exista el déficit con aquellos que existan en la cuenta propia, la antigüedad de la tenencia, situaciones como el derecho de utilización de los valores conferido por algunos clientes, sin olvidar aspectos concursales como las personas especialmente relacionadas con el concursado.

5.5. Principios de llevanza operativa del registro de detalle

5.5.2. Las cuentas de valores y su codificación armonizada. Modalidades opcionales de llevanza de cuentas

Pregunta 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 deberían ser previstas o contempladas?

De las modalidades opcionales propuestas consideramos que la única que aporta valor en términos de armonización y homogenización con respecto a la práctica europea es la tercera, recogida en el punto 137 y que implica el reconocimiento de la existencia de las cuentas ómnibus, no obstante, consideramos igualmente que debe establecerse de forma paritaria y equilibrada entre los distintos participantes del mercado, residentes y no residentes, asegurando un "level playing field".

Sobre el resto de modalidades opcionales propuestas desconocemos el propósito y alcance de las mismas, por lo que no las consideramos adecuadas.

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

Pregunta 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?

Sí, no obstante en dicho proceso de armonización consideramos fundamental la consulta e implicación de los usuarios y participantes en el sistema, con objeto de que la adaptación sea lo más eficiente y menos costosa posible para el conjunto de la industria.

5.6. Mecanismos de control y supervisión: Iberclear y CNMV

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

Sí.

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

Sí, en los términos generales en los que están planteados. Sería necesario conocer en mayor detalle cuáles van a ser los mecanismos de control y supervisión.

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

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

No estamos de acuerdo con que Iberclear deba ser a única entidad interlocutora entre emisores e intermediarios en la preparación de operaciones financieras. Iberclear debe encargarse de cuadrar la posición de valores con derecho a la operación financiera en la fecha de referencia, pero existen unas funciones de mediación de la entidad agente de una operación financiera, cuya importancia aumenta con la complejidad de la operación y que Iberclear no puede desempeñar, por no estar autorizado para prestar servicios de inversión o bancarios.

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

No consideramos adecuado un enfoque que otorga a Iberclear la exclusividad en la interlocución entre emisores e intermediarios. Entendemos que Iberclear es un elemento fundamental en el proceso de tratamiento de las operaciones financieras y en la relación con todos los participantes; entendemos también que Iberclear pueda ser, para determinadas operaciones financieras y emisiones, el interlocutor y centralizador del proceso, pero no consideramos que ello deba establecerse con carácter general ni en régimen de exclusividad.

5.8. Responsabilidad de los participantes

Pregunta 28: ¿Está usted de acuerdo con los planteamientos anteriores?

Los coeficientes reforzados de solvencia y unos mejores medios técnicos de las entidades participantes son positivos.

Se podría llegar a exigir responsabilidad patrimonial al DCV por defectuosa llevanza del registro contable por sus entidades participantes, basada en la responsabilidad del DCV de elegir correctamente a sus participantes y supervisar que cumplen con los procedimientos que ha establecido como obligatorios en materia de llevanza del registro contable. El registro contable sigue siendo único (en régimen de doble escalón) y, al lado de la obligación de las entidades participantes de cumplir con la normativa del DCV –vinculante para sus participantes–, está la obligación de supervisión e inspección de éstas por aquel. La RR se elimina, pero surgen nuevos parámetros de obligado cumplimiento (el sistema de llevanza y codificación de cuentas) de los que el DCV no solo es responsable de definir, sino de asegurar que en la práctica los registros contables de las entidades responden a ese modelo.

5.9. Mecanismos para la resolución de errores en la llevanza de cuentas

Pregunta 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?

En línea con la contestación a las preguntas 12 y 19, y por los mismos motivos que se dan en las mismas, tampoco se considera apropiado que las entidades respondan con su cuenta propia en este caso.

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

6.3. La firmeza en el DCV

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

No

Pregunta 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?

Consideramos que la tercera opción es la más apropiada para efectuar la liquidación de la operativa compensada a través de una ECC ya que:

- a) Se extiende y se toma ventaja de la reducción de riesgo sistémico y bilateral entre partes que ofrece la firmeza otorgada a la contratación por la ECC.
- b) Ante situaciones de insolvencia de alguna de las partes, la parte afectada puede hacer uso de los mecanismos de protección que ofrecen las garantías en vigor entregadas a la ECC.
- c) No compartimos que el análisis y valoración de los riesgos de contrapartida a valorar por las entidades liquidadoras se vean perjudicados por la circunstancia de extender la firmeza otorgada por la ECC hasta la efectiva liquidación de la operaciones.

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

7.2. Potenciales consecuencias en términos de costes y eficiencia

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

La actividad de neteo de la CCP y la consiguiente disminución del número de operaciones a liquidar hace previsible un sistema de liquidación menos costoso, no obstante, el grado de eficiencia que se alcance, dependerá de la complejidad del sistema armonizado y el esfuerzo de adaptación que haya sido necesario acometer, así como de los costes de otros procesos relacionados con la compensación, liquidación y registro llevados a cabo por las infraestructuras del mercado.

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

Sí, un sistema de liquidación y registro por saldos puede ser operativamente más eficiente.

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

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

La disposición de infraestructuras, sistemas y procedimientos armonizados con respecto a la práctica internacional harán más accesible el mercado español a operadores extranjeros. Aunque sí es cierto que serán necesarios requisitos de mayor solidez y solvencia para los participantes en las infraestructuras de mercado, ello no implicará necesariamente una elevada concentración de las actividades de compensación y liquidación en el corto plazo. El mapa de la liquidación variará con respecto a su configuración actual, posiblemente por la entrada de agentes externos, sin por ello perder competitividad. A largo plazo dejará de tener sentido establecer reflexiones de mayor o menor concentración sobre el entorno doméstico y sí será previsible un escenario de procesos de concentración en el marco europeo que llevará implícito a la industria española.

Pregunta 35: ¿Qué otros cambios considera que podría producir la reforma en la configuración actual de las actividades de post contratación?

Como cualquier proceso de cambio requerirá una adaptación al nuevo contexto en el que será necesario modificar los modelos de negocio. La rapidez en la adaptación, sacando provecho de las nuevas oportunidades y evitando anclarse en estrategias defensivas de modelos abocados a la desaparición, será crucial para determinar la posición y fortaleza en el entorno futuro.

7.4. Especialización funcional

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

Se trata de una figura que ya existe en la práctica internacional. Consideramos que es un elemento positivo de estandarización.

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

En efecto, puede dar lugar a la aparición de nuevos modelos de negocio que permitan a determinados participantes orientarse específicamente hacia alguno de los eslabones de la cadena de valor de esta actividad. Las posibilidades que abre esta especialización se consideran saludables en términos de competitividad y también de equiparación con las prácticas de mercado internacionales.