

I. INTRODUCCIÓN

El presente documento recoge los comentarios del grupo Bolsas y Mercados Españoles (en adelante, "BME") al documento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de 14 de enero de 2011, que se ha sometido a consulta pública y donde figuran las propuestas de reforma en el sistema español de compensación, liquidación y registro (en adelante, también citado, de modo abreviado, como el "Documento").

El Documento somete a consulta pública el resultado de los trabajos que se han llevado a cabo hasta el momento en relación con la reforma del actual sistema español de compensación, liquidación y registro y concreta esa consulta en 37 preguntas respecto de las que recaba opiniones.

BME ha participado activamente en los trabajos que han conducido a la elaboración del Documento, ha contribuido a los diversos documentos intermedios elaborados y continuará participando activamente en las siguientes fases del proceso de reforma.

Por lo que se refiere al actual período de consulta pública, las preguntas formuladas abordan diferentes cuestiones, que parece conveniente abordar por bloques homogéneos, identificándose, en concreto, los siguientes grupos, que serán comentados por separado:

- Aspectos económicos y repercusiones estructurales de la proyectada reforma
- Aspectos generales de la reforma
- Estructura, organización y actuación de la entidad de contrapartida centr
- Estructura del registro de valores
- Régimen de las entidades participantes
- Funciones del depositario central de valores
- Régimen de firmeza
- Mecanismos de resolución de incidencias
- Calendario y estrategia de implantación de la reforma

Por último, se avanzarán también algunos comentarios al anexo 2 del Documento, que recoge los "principales cambios legislativos asociados a la reforma".

II. ASPECTOS ECONÓMICOS Y REPERCUSIONES ESTRUCTURALES DEL PROCESO DE REFORMA

El Documento dedica sus preguntas finales a ese tipo de cuestiones, entre las que incluye:

- La comparación entre los costes del nuevo sistema de compensación, liquidación y registro y los del actual (pregunta número 32)
- Los eventuales abaratamientos de costes derivados de eliminar las actuales referencias de registro (pregunta número 33)

- La eventual reducción del número de entidades involucradas en los procesos de compensación, liquidación y registro (pregunta número 34)
- Los cambios en la configuración actual de las actividades de postcontratación (página número 35)
- La conveniencia de introducir la figura de los miembros del mercado no liquidadores (artículo 36)
- Los beneficios de separar las actividades de liquidación, de un lado, y las de custodia/registro, de otro (página número 37)

En relación con los aspectos económicos, es claro que tienen una importancia capital dentro de la proyectada reforma, especialmente porque afectan a una considerable diversidad y número de entidades y porque inciden, de modo especialmente directo, en la posición competitiva que el sector español de la compensación, liquidación y registro tendrá dentro del concierto europeo, en el que se adivina una radical acentuación de la competencia entre todas las instituciones y entidades actuantes.

Los cambios al respecto también dependerán de otros muchos factores exógenos, algunos muy generales (la evolución de la situación económica de los países de nuestro entorno) y otros más concretos y diversificados (desarrollo del proyecto Target 2 Securities y novedades normativas y operativas que, tanto en el plano internacional general, como en el específico europeo, se van previsiblemente a introducir en los próximos tiempos).

Por lo que hace a la figura de los miembros no liquidadores, ya figura en el actual Real Decreto 116/92, que remite al Reglamento de Iberclear las condiciones en que podría producirse la separación entre negociación y compensación y liquidación. Dado que la figura ya está prevista en la normativa en vigor, que hay demanda en el mercado por su efectiva implantación (por la creciente especialización de los diferentes agentes) y que es un estándar internacional, parece conveniente introducir la figura de miembro negociador, que no participa directamente en los procesos de liquidación.

En lo que se refiere a la eventual separación entre las funciones de liquidación y de registro, se trata de dos actividades íntimamente ligadas, de modo que la cuestión es distinta si se refiere a la libre decisión de las entidades afectadas de concentrar sus actuaciones en uno u otro ámbito o si se plantea una modificación de la regulación legal sobre las relaciones entre tales actividades. En todo caso, cualquier innovación en este campo debe prestar una especial atención a las relaciones entre el régimen español y los de los países de su entorno y no perjudicar a la posición competitiva del primero.

Con carácter general, es aconsejable que los ulteriores trabajos de definición del nuevo sistema perfilen el exacto régimen a que estarán sujetos los diversos tipos de miembros que vayan identificándose, a fin de brindar un claro marco de referencia a todos los interesados.

III. ASPECTOS GENERALES DE LA REFORMA

Como tales cabe considerar los relativos al sistema de saldos de valores y a las referencias de registro (pregunta número 10) y la obligatoriedad de un mecanismo de contrapartida central (preguntas números 4, 5 y 6).

A) Sistema de saldos de valores y referencias de registro

Desde los primeros documentos y trabajos, la proyectada reforma identificó cambios a introducir en el actual sistema de compensación y liquidación aplicable a los valores de renta variable y, en concreto, la revisión de las funciones que, dentro de él, tienen las referencias de registro.

Siendo ello así, y tal y como se ha venido destacando a lo largo de los trabajos efectuados hasta el momento, una de las directrices esenciales de la proyectada reforma es que los cambios que se introduzcan salvaguarden el eficiente funcionamiento que el actual sistema de compensación, liquidación y registro ha tenido hasta el momento y la importante contribución que ha prestado al amplio desarrollo y salto cuantitativo y cualitativo que ha tenido el mercado español de valores.

Parece conveniente que uno de los efectos de la reforma sea la unificación de los sistemas de liquidación y registro de todos los valores, ya sean de renta fija o de renta variable. Ello conduce a la necesidad de integrar en una única norma las previsiones actualmente contenidas en los Reales Decretos 505/1987 y 116/1992. En los trabajos preparatorios, no se han evaluado las implicaciones y necesidades asociadas a los valores de renta fija que, sin embargo, se van a ver afectados en la misma medida que los de renta variable por el alcance de la reforma.

Esta unificación en un único sistema de todos los valores es deseable y necesaria para que el sistema español esté en situación de competir en igualdad de condiciones con los sistemas de nuestro entorno.

B) La obligatoriedad de un mecanismo de contrapartida central

Desde el comienzo de los trabajos, la proyectada reforma apuntó la opción por introducir un mecanismo de ese tipo dentro del sistema español de compensación, liquidación y registro de valores de renta variable, que está en línea con una orientación que también siguen otros importantes mercados comparados.

Aunque los trabajos iniciales se centraron en la contratación de valores de renta variable, el Documento plantea la cuestión de si ese mecanismo debiera prestarse, conjuntamente, también en relación con la contratación de valores de renta fija, lo que merece una opinión favorable, en la medida en que facilitará la gestión de ese mecanismo y la consiguiente reducción de costes.

El aspecto más específico que el Documento suscita en relación con el uso de un mecanismo de contrapartida central es su eventual obligatoriedad legal.

Esa solución no es la seguida en el ámbito comparado, donde el amplio y creciente uso de las contrapartidas centrales descansa en las decisiones que toman los correspondientes mercados y sistemas de negociación y en los acuerdos que alcanzan con las entidades que prestan ese tipo de servicios de contrapartida. En esa línea están también orientadas las previsiones del Derecho de la Unión Europea (en

particular, el artículo 35 de la Directiva 2004/39/EC). En consecuencia, la introducción de una obligatoriedad legal debe valorarse teniendo en cuenta que uno de los criterios más invocados en la proyectada reforma es la aproximación del sistema español de compensación, liquidación y registro a los parámetros que se entienden dominantes en el ámbito comparado.

Por otra parte, la articulación de esa obligatoriedad legal ha de partir de que la regulación de nuestro mercado de valores sólo recoge una previsión similar para los mercados de derivados (artículo 59 de la Ley del Mercado de Valores), pero no así para los de contado, respecto de los cuales la norma más cercana (artículo 44 ter de ese texto legal) responde al criterio de autorizar, que no de obligar, mecanismos de contrapartida central.

Por ello, una primera posibilidad para introducir la obligación de utilizar un mecanismo de contrapartida central consistiría en revisar las normas aplicables a los mercados y sistemas de contratación de contado e insertar en ellas, de nueva planta, la citada obligación.

Existe, no obstante, otra vía para esa introducción de un mecanismo de contrapartida central, que parece más sencilla, cual sería una revisión de las normas que rigen el actual sistema de compensación y liquidación (básicamente, artículo 44 bis de la Ley del Mercado de Valores y normas reglamentarias de desarrollo), insertando en ellas la utilización de un mecanismo de contrapartida central, en el bien entendido de que no se trataría, solamente, de introducirlo en relación con los valores de renta variable.

IV. ESTRUCTURA, ORGANIZACIÓN Y ACTUACIÓN DE LA ENTIDAD DE CONTRAPARTIDA CENTRAL

Este bloque permite agrupar, en concreto, las preguntas números 1, 3 y 7 del Documento, que abordan cuestiones relativas a las modificaciones que la actuación de una entidad de contrapartida central introducirá en los actuales procesos de desglose y a la estructura y organización de esa entidad.

A) Las eventuales modificaciones en los procesos de desglose

Aunque la pregunta número 1 se centra en una restricción del actual proceso de desglose, queda enmarcada dentro de las reflexiones que los apartados números 18 a 26 del Documento dedican al cometido e implicaciones de una entidad de contrapartida central.

Más en concreto, esa eventual restricción está vinculada con las reflexiones que el apartado número 23 dedica a la máxima bilateralización de las ejecuciones, que es uno de los aspectos que se identificaron desde el comienzo de los puestos de trabajo de reforma.

Dada la amplitud de los cambios que derivarán de la introducción del comentado mecanismo de contrapartida central, parece prematuro avanzar una opinión sobre los cambios que se plantean respecto de los actuales procesos de desglose, máxime teniendo en cuenta las múltiples implicaciones de tales procesos.

Basta con apuntar que las consecuencias últimas de la bilateralización de las ejecuciones están estrechamente vinculadas con las funciones de neteo de la entidad de contrapartida central (cuyo detalle tampoco se conoce todavía), afecta a las garantías exigibles a un determinado titular (que pueden verse alteradas por las incidencias que afecten a su posición neta después de varias ejecuciones), tiene consecuencias en los servicios que presten los mercados y sistemas de negociación en relación con ejecuciones y operaciones y también puede afectar a las tarifas que la infraestructuras de contratación apliquen a sus miembros.

B) Estructura y organización de la entidad de contrapartida central

De acuerdo con la experiencia de BME en la gestión de mercados, sistemas de negociación y sistemas de compensación, liquidación y registro, es clara la importancia de una adecuada estructura, organización y régimen corporativo de la entidad de contrapartida central, en lo que abunda la posibilidad anteriormente apuntada de insertar tal entidad dentro de la revisión de las normas que rigen el actual sistema español de compensación y liquidación.

El Documento se hace eco de las previsiones que dedica a la cuestión el proyecto de Reglamento comunitario europeo sobre derivados OTC, entidades de contrapartida central y registros de información de transacciones (Reglamento EMIR), que parece que va a recoger un marco unitario.

En todo caso, y aún tratándose de un Reglamento comunitario, esa regulación dejará un ámbito de interpretación y aplicación en cada Estado miembro de la Unión Europea, de modo que se concede la máxima importancia a que su aplicación en el mercado español de valores trate adecuadamente cuestiones tales como la relación entre la entidad de contrapartida central y el depositario central de valores, la posición y régimen de responsabilidades de los usuarios de los servicios de tales instituciones, la definición y tratamiento de los riesgos generados,...

V. ESTRUCTURA Y RÉGIMEN DEL REGISTRO DE VALORES

Este bloque de cuestiones se refiere a las preguntas números 17, 22 y 23 del Documento.

A) La naturaleza jurídica de los derechos de los inversores

Suscita este tema la pregunta número 17 del Documento, que le dedica, previamente, sus apartados números 108 a 116, en los que se plantean diversas posibilidades, con cita de las que se encuentran en ordenamientos comparados.

Conviene partir de recordar que, tal y como el apartado número 113 del Documento señala, la modificación del actual régimen registral contable de los valores, con la desaparición de las referencias de registro "no altera necesariamente, per se, la naturaleza jurídica de la propiedad de los valores anotados como un derecho real".

Pensando en la inserción del nuevo régimen de registro de los valores en el conjunto de nuestro ordenamiento jurídico, resulta claramente postulable que los derechos de los inversores sobre sus valores sigan configurándose como un derecho

real de propiedad, manteniendo, pues, la orientación que ha presidido ininterrumpidamente a nuestro ordenamiento jurídico.

La posibilidad alternativa de configurar alguna modalidad de copropiedad exigiría analizar y resolver adecuadamente las consecuencias que tendría en diversos aspectos muy relevantes para los inversores en valores, como son, por ejemplo, el tratamiento fiscal de sus titularidades o el régimen transitorio aplicable a los inversores actuales, ya que las facultades de pleno dominio que ostentan sobre sus valores se verán restringidas de modo sobrevenido.

Partiendo, pues, de la premisa de mantener una titularidad dominical individual de los inversores sobre sus valores, merecen comentarse las indicaciones que el Documento dedica a las relaciones entre los dos niveles del propugnado régimen de registro contable de los valores.

El Documento entiende que las cuentas relevantes para determinar las titularidades de los inversores son las cuentas donde figuren sus detalles, que, en el caso de los clientes de las entidades participantes, serán las cuentas del segundo nivel registral (apartado número 110), a lo que añade que el derecho de esos clientes "está condicionado a que las entidades participantes lleven adecuadamente y con diligencia los registros contables" (apartado número 111).

A propósito de ese planteamiento, se entiende necesario avanzar en el estudio de esta cuestión y de esos condicionamientos, especialmente teniendo en cuenta que el Documento sienta, también, el principio de que "en caso de discrepancia, los saldos reconocidos por el DCV prevalecerán sobre los reconocidos en las cuentas de detalle de las entidades participantes" (apartado número 112), cuestión sobre la que abunda el anexo 1 del Documento –quinto párrafo de su página 35-. En qué consista esa prevalencia y cuáles sean sus consecuencias para los derechos de los clientes de las entidades participantes y para los derechos y obligaciones de estas últimas es una cuestión capital para el acierto de las modificaciones en el actual régimen español de registro contable de valores y para su adecuado servicio al conjunto del mercado español de valores. Por ello, resulta necesario concentrar en esta cuestión un importante esfuerzo de ulterior concreción.

B) Los diversos tipos de cuentas

La proyectada reforma mantiene la estructura dual del registro contable de valores, de modo que pervivirían los dos niveles actualmente existentes: el superior, llevado directamente por Iberclear y que recoge la cuenta propia de las entidades participantes, y el de segundo nivel o de detalle, llevado por esas entidades y en las que se refleja el detalle de las titularidades de sus clientes.

Sin embargo, la pregunta 22 suscita la posibilidad de tres nuevos tipos o niveles de cuentas: la llevanza por Iberclear, directa o indirecta, de cuentas de determinadas personas distintas de sus entidades participantes; la llevanza directa por Iberclear de las cuentas de ciertos valores (como algunos de los nominativos), y las cuentas de tenencia colectiva, llevadas por las entidades participantes y en las que se agruparían valores de personas y entidades no residentes, sin identificación individualizada de sus titulares.

En relación con esta cuestión, se suscitan comentarios de dos clases. Por un lado, la posibilidad de diversos tipos de cuentas será deseable en la medida en que pueda aumentar la flexibilidad del sistema y permitir, en determinadas situaciones, una mejor gestión del riesgo, contribuyendo, con ello, a mejorar la posición competitiva del sistema español. Por otro lado, la prevista plataforma Target 2 Securities no prevé la existencia de sub-cuentas, lo que debería tenerse en cuenta a la hora de realizar el diseño de detalle del nuevo sistema español.

Como en otros aspectos de la reforma, resulta necesario avanzar en las razones que justifiquen esos nuevos tipos de cuentas o de llevanza de las cuentas de valores y en el estudio del régimen que se aplicará a cada unas de ellas, ya que el Documento sólo contiene un esbozo general.

Por otra parte, y a la hora de instrumentar las conclusiones que se alcancen, habrá de tenerse en cuenta que este es un terreno en el que las normas legales deberían proporcionar los suficientes grados de flexibilidad para poder adaptarse a una situación cambiante.

C) La armonización de la codificación de las cuentas y de sus movimientos

La pregunta número 23 del Documento suscita esta cuestión, debiendo tenerse en cuenta al respecto que el sistema actual de registro contable español de valores ya incorpora esa codificación de cuentas y movimientos, de modo que las modificaciones que se proyectan no alterarían esa característica, si bien podrían variar los parámetros, requisitos y elementos con que tal codificación se lleve a cabo.

Por otra parte, esa exigencia del registro contable habrá de tener en cuenta las especificaciones que provengan de la plataforma Target 2 Securities. En ese sentido, el Documento contiene algunas indicaciones (por ejemplo, al régimen de tenencia temporal en su apartado número 139) que pueden no ser compatibles con los criterios que se están considerando para esa plataforma.

VI. RÉGIMEN DE LAS ENTIDADES PARTICIPANTES

Se ocupan de diversos aspectos de esta cuestión las preguntas números 11 y 28 del Documento, que recogen los requisitos exigibles a los participantes en el nuevo sistema de liquidación y el régimen de responsabilidad de las entidades participantes en el nuevo sistema registral.

A) Los requisitos exigibles a las entidades participantes

Pese a que la pregunta número 11 del Documento se refiere expresamente sólo a esas entidades en lo que se refiere a su participación en el nuevo sistema de liquidación, el apartado número 81 que la precede vincula la liquidación y el registro, de modo que cabe examinar esos requisitos con carácter general y en relación, por tanto, con esos dos ámbitos.

Es claro que ha de exigirse la adecuada solvencia a las entidades participantes, si bien las responsabilidades que asumen no pueden descansar, ni solo ni primariamente, en su solvencia financiera nominal (fondos propios contables o

“rating”, que la actual situación de crisis ha mostrado que pueden ser conceptos volátiles), sino que han de prestar una atención prioritaria a las garantías que se les requieran por su actuación en la entidad de contrapartida central y en las actividades de liquidación. El adecuado diseño y gestión de tales garantías ha de ser el principal baluarte que salvaguarde las responsabilidades en que incurran las entidades participantes en desarrollo de sus actividades.

B) El régimen de responsabilidad de las entidades participantes

La pregunta número 28 del Documento refiere directamente esa responsabilidad a la actuación registral de las entidades participantes, si bien, por los mismos motivos anteriormente indicados, cabe extender los comentarios que siguen también a las actividades de liquidación.

Los apartados números 156 a 159 que preceden a esa pregunta señalan que tales responsabilidades comprenden las administrativas y civiles, lo que ha de ponerse en relación con las posibilidades de que surjan incidencias en el desarrollo de las actividades registrales y liquidadoras de las entidades participantes.

Las reflexiones que el Documento dedica a los mecanismos de resolución de las incidencias, tanto en el ámbito de la entidad de contrapartida central como en el del depositario central de valores, que serán posteriormente comentadas, no pueden desembocar en que se rebaje la importancia y gravedad de tales incidencias y las muy serias repercusiones que pueden tener para la reputación y, por extensión, a todo el mercado español de valores.

Por ello, debe enfatizarse en este punto que las novedades que se propugna introducir no pueden afectar a los altos estándares alcanzados por el régimen español de compensación, liquidación y registro. Una muy precisa definición de las responsabilidades que resulten para las entidades participantes será una pieza esencial para alcanzar tal objetivo.

VII. FUNCIONES DEL DEPOSITARIO CENTRAL DE VALORES

Vuelven a agruparse en este apartado diversas preguntas concretas del Documento, como son, ahora, sus preguntas números 16 y 24 a 27, que suscitan diversas cuestiones que pasan a comentarse individualizadamente.

A) La distribución general de funciones y potestades de supervisión en relación con la llevanza de registro de valores

Dado que el Documento propugna mantener la actual estructura dual del registro contable de valores, Iberclear seguirá teniendo las facultades directivas y de gestión que le están atribuidas. En ese sentido, las entidades participantes deberán facilitar a Iberclear toda la información relevante que ésta les pueda solicitar sobre la llevanza de las cuentas de valores, así como advertir a Iberclear de cualquier incidencia que les afecte.

Así entendida, la pregunta número 24 del Documento y los apartados número 147 a 148 que la preceden reflejan esa situación y la que se mantendrá con los cambios que están ahora en fase de estudio.

La pregunta número 25 del Documento parece responder a otro enfoque, en la medida en que traslada a Iberclear la función de establecer controles preventivos, muchos de ellos diarios, algunos de los cuales quedan meramente esbozados. Todo ello dificulta poder avanzar una opinión fundada al respecto, que estará en función de la exacta carga de supervisión en que se concrete ese enfoque.

En esa línea, y aunque no está asociado a ninguna pregunta, el apartado número 153 del Documento contiene una relevante novedad, en la medida en que plantea distribuir las tareas de supervisión entre Iberclear y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de modo que a la primera corresponda llevar a cabo la supervisión de las entidades participantes en su sistema de registro (de conformidad con los controles que acaban de comentarse), mientras que la Comisión Nacional del Mercado de Valores se ocuparía de verificar y supervisar que Iberclear lleva adecuadamente sus funciones de supervisión.

Ante la falta de un desarrollo de ese enfoque, resulta nuevamente difícil emitir una opinión detallada al respecto, aunque sí puede indicarse que los objetivos y finalidades del sistema de registro contable de valores requerirán, con toda probabilidad, una actuación supervisora directa por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre las entidades participantes, en la medida en que exigirá el ejercicio de las potestades que le caracterizan. Por lo mismo, parece difícil que las potestades que corresponden a Iberclear en su actual configuración legal puedan hacer descansar en ella toda la supervisión cotidiana de las actividades que lleven a cabo las entidades que participen en su sistema de registro contable.

B) La información sobre operaciones con liquidación fallida

Plantea esta concreta posibilidad la pregunta número 16 del Documento, respecto de la que debe indicarse que tal tipo de información no suele existir en los sistemas comparados de compensación, liquidación y registro, lo que habría que tener en cuenta dado que la proyectada reforma trata de seguir los parámetros que se entienden más consolidados en esos otros mercados comparados.

La publicación de una información de esta naturaleza convertiría a Iberclear en el único CDS europeo que hace pública la información de la tasa de eficiencia del sistema de liquidación. En principio, no parece que resulte conveniente, dado que, al no haber comparación internacional, la información podría ser usada en contra del sistema español. Un movimiento de esta naturaleza debería producirse de manera coordinada en toda Europa, lo que BME apoyaría.

VIII. RÉGIMEN DE FIRMEZA

El Documento formula al respecto sus preguntas números 30 y 31, que suscitan, al igual que los grupos previamente comentados, diversos extremos que conviene examinar por separado.

A) La dualidad de regímenes de firmeza

En el curso de los trabajos que se han desarrollado hasta el momento, se ha planteado la necesidad de precisar la firmeza en dos ámbitos distintos: el propio de la entidad de contrapartida central y el del depositario central de valores.

Mientras que las reflexiones relativas a la firmeza en el seno del depositario central de valores se dirigen a reelaborar las normas que han venido rigiendo hasta el momento en el sistema de compensación y liquidación aplicado por Iberclear a las operaciones sobre valores de renta variable, el planteamiento de la firmeza a propósito de la entidad de contrapartida central es de nueva planta.

Por ello, será preciso entrar en mayores detalles que los que el Documento actualmente enuncia al respecto, lo que debería ser tenido en cuenta a la hora de identificar las novedades normativas requeridas para que la entidad de contrapartida central pase a formar parte del sistema español de compensación y liquidación de valores.

Especialmente importante al respecto es el modo en que se articule el principio de 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" (apartado número 172 del Documento).

B) La relación entre los dos regímenes de firmeza

El Documento sólo enuncia al respecto que "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" (apartado número 181).

Siendo ello así, quedará necesariamente un lapso de tiempo en el que órdenes de transferencia firmes en la entidad de contrapartida central no han tenido todavía entrada en el depositario central de valores, no han podido todavía ser aceptadas por este último y, en consecuencia, no son firmes a los efectos de ese depositario. El régimen aplicable a ese período de tiempo y sus consecuencias para todas las entidades intervinientes si en él se produce alguna incidencia debieran concentrar buena parte de los ulteriores trabajos en este terreno.

C) Los criterios de firmeza en el depositario central de valores

Pese a que, al enunciar los "aspectos básicos de la reforma", el Documento incluye entre ellos trasladar la firmeza de las órdenes de transferencia en el depositario central de valores al entorno de la liquidación (apartado número 11), la pregunta número 31 y los apartados números 177 a 181 que la preceden dejan la cuestión abierta y plantean tres posibilidades (momento del case, momento del inicio del procedimiento de liquidación y momento de la efectiva liquidación).

En atención a la mayor protección de las entidades intervinientes y del sistema en su conjunto y al contexto en que deberá desenvolverse el nuevo sistema español de compensación y liquidación, parece preferible que la firmeza en el depositario central de valores se fije en el momento del case.

IX. MECANISMOS DE RESOLUCIÓN DE INCIDENCIAS

Forman globalmente parte de esta cuestión las preguntas números 2, 8 y 9, 12, 13 a 15, 18 a 21 y 29 del Documento, que se ocupan de esos mecanismos en relación con la entidad de contrapartida central y el depositario central de valores.

A) Los mecanismos de resolución de incidencias en la entidad de contrapartida central

Las preguntas números 2, 8 y 9 del Documento recogen un cuadro sumamente amplio de mecanismos que la entidad de contrapartida central podrá utilizar para resolver las incidencias que se planteen en su ámbito de actuación.

Algunos de esos mecanismos están enunciados en unos términos que pueden no corresponderse enteramente con las funciones propias de las entidades de contrapartida central, como es el caso de las ventas de los valores no pagados, que, frente a lo que el Documento indica, podrían ya no ser titularidad del participante incumplidor, sino haber pasado a la titularidad de la entidad de contrapartida central (apartado número 69 y pregunta número 9).

Por otra parte, el acceso de la entidad de contrapartida central a la liquidez a un día del Eurosistema (pregunta número 8), el coeficiente de liquidez que se le imponga (pregunta número 9) y los restantes aspectos del estatuto bancario de esa entidad son muy importantes para el buen funcionamiento del sistema y deberán ser cuidadosamente diseñados, lo que requerirá atención especial en los trabajos de desarrollo de la reforma.

B) Los mecanismos de resolución de incidencias en el depositario central de valores

El resto de las preguntas que se comentan en el presente apartado se refieren a esa segunda vertiente de los mecanismos de resolución de incidencias, que comprenden la estricta liquidación de operaciones y, con un carácter más amplio, la llevanza del registro.

Una primera cuestión a comentar es la propugnada coordinación entre los mecanismos de resolución de incidencias de la entidad de contrapartida central y los propios del depositario central de valores, a los que el Documento se refiere (apartado número 83) pero de los que no ofrece detalle alguno. Se trata, pues, de una cuestión que requiere mayor desarrollo.

Dentro de los estrictos mecanismos de resolución de incidencias del depositario central de valores, el Documento diferencia entre las actuaciones de ese depositario en relación con operaciones compensadas por la entidad de contrapartida central y las que no hayan pasado por tal compensación (apartado número 83).

Pese a que se afirma que las primeras estarán garantizadas por la entidad de contrapartida central, es precisamente con relación a ellas cuando se enuncia la aludida coordinación entre los mecanismos de resolución de incidencias de la entidad de contrapartida central y del depositario central de valores, lo que, además de una mayor concreción sobre tal coordinación, requiere también de un superior detalle

acerca de los mecanismos de resolución de incidencias de los que debería disponer el depositario central de valores para tales casos.

Esas mayores puntualizaciones se necesitan, con un alcance más general, para todos los mecanismos de resolución de incidencias propios del depositario central de valores, ya que el Documento ofrece muy escasa información al respecto.

Por último, quedan por comentar los mecanismos de resolución de las incidencias que se refieren, estrictamente, al ámbito de la llevanza del registro contable y, en concreto, a los eventuales déficits de valores que puedan presentarse en las cuentas de los inversores.

El Documento plantea la posibilidad de introducir una regla de prorrata, que distribuiría ese déficit entre todos los titulares de la concreta clase de valores afectados (apartados números 118 a 120 y página 18).

Al servicio del rigor, seriedad y seguridad jurídica con que ha de diseñarse un eficiente régimen de registro contable de valores, se entiende que el primer criterio que debiera aplicarse para tratar esos eventuales déficits de valores son los propios principios registrales (prioridad, tracto sucesivo, presunción de buena fe,...), de modo que, sólo en los casos, que debieran ser excepcionales, en que tales principios no permitieran solucionar adecuadamente un determinado déficit de valores, se acudiría a una regla de prorrata.

El Documento plantea también la eventual introducción de una regla que afecte los valores de la cuenta propia de las entidades participantes a cubrir los posibles déficits de valores en las cuentas de terceros, suscitando la posibilidad de que se trate de una afectación global de todos los valores de esa cuenta propia o, por el contrario, de una afectación limitada a los valores de la cuenta propia de la misma clase afectada por el déficit de valores en las cuentas de terceros.

Ha de observarse al respecto la necesidad de revisar el Documento para que plantee la cuestión en unos términos que sean homogéneos. En concreto, el apartado número 82 y la correlativa pregunta número 12 parecen referirse, en general, a esa eventual afectación de la cuenta propia, mientras que los ulteriores apartado número 120 y pregunta número 20 ciñen tal afectación al caso de insolvencia de la entidad participante. Para seguir con esas puntualizaciones, no queda del todo claro si por tal insolvencia se está contemplando una situación concursal o se refiere a una insolvencia en el sentido más laxo de incapacidad para acreditar a los clientes los valores que figuraban aparentemente en sus cuentas de valores.

Con independencia de aclararse esos extremos, existen dos planos distintos de desenvolvimiento de la cuestión. En primer lugar, estaría la posibilidad, que se juzga razonable, de que las entidades participantes utilizarasen su cuenta propia para resolver las incidencias que surgiesen en la llevanza de las cuentas de sus clientes y las consiguientes normas que habría que introducir para facilitar tal posibilidad en la gestión del régimen de registro contable en que tales entidades se inserten.

Cuestión distinta es la introducción de una estricta afectación legal de la cuenta propia de esas entidades para cubrir eventuales déficits en las cuentas de valores de sus clientes. Esta segunda posibilidad supondría una innovación de enorme calibre en

las relaciones entes tales entidades y sus clientes y en la definición general del régimen contable de valores, cuyas consecuencias y ventajas e inconvenientes deberían ser objeto de un detenido examen.

Ese examen debería abordar las múltiples implicaciones de tal novedad, entre las que figuran, sin ningún ánimo exhaustivo, cuestiones tales como la exacta configuración legal de esa afectación, las consecuencias de índole contable que pudiera tener en relación con la cartera de valores que fuese objeto de afectación y la eventual necesidad de una regulación específica de índole contable, el modo de hacerse efectiva esa afectación en el caso de concurrir el supuesto de hecho que la desencadene, el régimen fiscal aplicable a las transmisiones de valores de la cuenta propia de las entidades que debieran movilizarse a favor de sus clientes,...

C) Régimen de penalizaciones y compensaciones a favor de los clientes

Tanto en relación con la entidad de contrapartida central (por ejemplo, apartado número 70), como a propósito del depositario central de valores (por ejemplo, apartado número 88), el Documento establece conexiones entre las penalizaciones que tales entidades aplicarán y las compensaciones que se reconozcan a la parte que se vea afectada por el incumplimiento de la otra.

Sin embargo, debe recordarse que se trata de dos planos distintos, ya que, mientras las penalizaciones se dirigen a salvaguardar la seriedad exigible a las entidades intervinientes y los necesarios niveles de eficiencia en el funcionamiento de los sistemas de compensación y liquidación, las compensaciones se desenvuelven en las relaciones entre las partes cumplidora e incumplidora.

X. CALENDARIO Y ESTRATEGIA DE IMPLANTACIÓN DE LA REFORMA

En el curso de los trabajos que han conducido a la elaboración del Documento, no se contemplaron ni calendarios ni estrategias de implantación de la reforma.

Sin embargo, la importancia de los cambios planteados, así como su coincidencia en el tiempo con otros cambios impuestos por los avances en la normativa europea (Target 2 Securities, *Securities Law Directive*, Directiva de CSD,...) y la enorme carga de trabajo que todo ello va a suponer, tanto para BME como para las entidades, hace necesario prestar especial atención a los plazos de implantación de la reforma, así como al análisis de una eventual estrategia de implantación gradual, si bien con la limitación de que la eficiencia en los procesos de desarrollo e implantación podría recomendar estrategias tipo "Big Bang". En este sentido, el propio proceso de migración de un sistema a otro es un proceso complejo, que requerirá planificación detallada, dado que su complejidad no es muy diferente de la que supuso el cambio al euro hace una década.

Todo ello hace que el análisis y determinación de los calendarios y estrategias de implantación sea un elemento central a tener en cuenta a la hora de diseñar los próximos pasos.

XI. LOS CAMBIOS LEGISLATIVOS ASOCIADOS A LA PROYECTADA REFORMA

Respecto del tratamiento que el anexo número 2 del Documento dedica a esta cuestión, debe empezar por notarse que, además del proyectado Reglamento EMIR, se hace eco de una segunda iniciativa normativa comunitaria europea como es una posible Directiva sobre los derechos de los valores anotados en cuentas, que, en efecto, es una iniciativa que puede tener profundas consecuencias en la proyectada reforma y cuyos trabajos preparatorios habrán de seguirse minuciosamente.

Además, la Comisión Europea ha iniciado los trabajos referidos a una tercera iniciativa normativa que no aparece expresamente mencionada en el Documento, cual es la posible Directiva comunitaria europea sobre los depositarios centrales de valores, que podría también incidir decisivamente en la reforma.

En consecuencia, los trabajos en curso de desarrollo habrán de tener en cuenta las novedades que puedan eventualmente fraguarse en el curso de esos trabajos normativos.

Por otra parte, y con independencia de esos textos normativos comunitarios europeos, existen otras iniciativas armonizadoras europeas que deberán ser tenidas en cuenta a lo largo de los ulteriores trabajos de la proyectada reforma, como son, por ejemplo, las que se refieren a la armonización de los procedimientos en operaciones corporativas y de Juntas Generales para hacer frente a las conclusiones del Informe Giovannini.

Por último, y en relación con las modificaciones identificadas en las actuales normas nacionales, a lo largo de los presentes comentarios se han destacado varios aspectos a considerar, que podrían ampliar el elenco de los textos normativos a tener en cuenta, de modo que éstos no se limitasen a la Ley del Mercado de Valores y a sus normas reglamentarias de desarrollo, sino que abarcasen, también, a otros textos legales de alcance general. Especialmente importante, en ese sentido, será evaluar las modificaciones legales requeridas por la nueva configuración del registro contable de los valores, la naturaleza jurídica y el desenvolvimiento de los derechos de los inversores y los mecanismos de resolución de incidencias a propósito de estos últimos.

28 de febrero de 2011