

Capítulo 3

La firmeza de la liquidación

Jesualdo Domínguez-Alcahud

Subdirector de Asesoría Jurídica de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España

José Ramón Martínez Resano

Economista Titulado del Banco de España

1. Introducción: riesgos de sistema
2. Firmeza: marco contextual y definición
 - 2.1. Firmeza de mercado y de liquidación
 - 2.2. Naturaleza evolutiva de la firmeza
 - 2.3. Concepto jurídico de la firmeza
3. Interconexión y firmeza
 - 3.1. La firmeza en el modelo de interconexión entre una Cámara de Contrapartida Central o de Compensación y un Depositario Central de Valores
 - 3.2. Firmeza e interconexión entre sistemas de pago y de liquidación de valores
4. La firmeza en Iberoamérica en comparación con los modelos europeos
5. Razones de la reforma de compensación, liquidación y registro en España

I. Introducción: riesgos de sistema

En la primera parte de este Estudio se ha ofrecido una panorámica de la gestión de riesgos en los sistemas de compensación-liquidación en Iberoamérica. Por la naturaleza específica del tema, se ha dejado para una discusión posterior la utilización de la figura jurídica de la firmeza. Corresponde a este capítulo abordar con un enfoque eminentemente conceptual, por oposición al descriptivo que se ha seguido en la primera parte, la motivación de esta figura como instrumento al servicio de la gestión de los riesgos de sistema.

El llamado riesgo de sistema hace referencia al mayor o menor grado de propensión a que una liquidación fallida llegue a extenderse en sus efectos a otras transacciones, ya sea en el propio sistema o en otros sistemas conexos, debido a la actuación de mecanismos de transmisión. El riesgo de sistema presupone riesgos de liquidación y/o de crédito de operaciones individuales, pero los trasciende en la medida en que también presupone mecanismos que facilitan una difusión amplia de los problemas.

Desde la perspectiva anterior, el riesgo de sistema puede decirse que constituye en el mundo de los riesgos la antítesis al concepto de sinergia. En otras palabras, el riesgo de sistema atiende de forma especial a la importancia de la integridad del conjunto del sistema, por encima de cada una de las transacciones que lo componen. De esta forma, resulta claro que la contención del riesgo de sistema constituye uno de los referentes centrales para la construcción de sistemas de compensación y liquidación íntegramente robustos.

Naturalmente, asegurar esa robustez exige la utilización inteligente de las técnicas disponibles de gestión de riesgo. Pero, fundamentalmente, la gestión del riesgo de sistema exige una visión de conjunto sobre la asignación de riesgos en los procesos de compensación y liquidación. Porque, recordando lo discutido en el capítulo 2, el riesgo de sistema surge principalmente cuando los beneficios privados que se derivan de la concentración de operaciones, de la agrupación de liquidaciones y, en general, de la compensación de órdenes de transferencia, no se ven enfrentados a un contrapeso que contempla los costes sociales que estos procesos también entrañan. La gestión de riesgos de sistema exige, por tanto, internalizar los costes sociales no asignados en los procesos regulares de compensación y liquidación.

La necesidad de internalizar los costes sociales ha suscitado una intensa producción de estándares públicos, de regulación, y de "oversight" de los sistemas de compensación y liquidación que puede decirse que contribuyen a contener el riesgo de sistema, al precisar las buenas prácticas en la gestión de riesgos. Pero existe un sentido específico en el que el riesgo de sistema precisa de un instrumento asimismo específico y referido al conjunto del sistema que complementa a todos esos estándares.

En efecto, uno de los fallos más demoledores que pueden ocurrir en un sistema de compensación y liquidación es la ausencia de robustez del mismo, frente a brotes de desconfianza entre sus miembros liquidadores sobre la capacidad del sistema para resistir determinados shocks. Es bien conocido que la ocurrencia de expectativas que se auto-validan, constituye un flanco débil y desestabilizador de alcance sistémico en múltiples sistemas complejos. En el sistema bancario, por ejemplo, la necesidad de neutralizar el riesgo de pánicos bancarios ha motivado la introducción y regulación de los sistemas de garantía de depósitos bancarios.

Sentados estos precedentes, llega el momento de caracterizar el papel formal de la firmeza. La figura jurídica de la firmeza constituye un instrumento que permite neutralizar la ocurrencia o los efectos de brotes de desconfianza en relación con el funcionamiento de sistemas de compensación-liquidación o, más en general, de post-contratación. En concreto, la naturaleza instrumental de la figura de la firmeza establece límites normativos para que eventuales temores de los propios miembros del sistema de compensación y liquidación den al traste con el sistema, dada su potencial capacidad de revocar órdenes enviadas al sistema. Desde una perspectiva diferente, esta misma motivación de la firmeza se identifica también en su principal proceso impulsor desde un punto de vista histórico, a saber, el proceso de integración financiera en Europa a finales de los noventa.

Como se discutirá en los siguientes apartados, en numerosas jurisdicciones la firmeza está codificada en las normas específicas de cada sistema. Naturalmente, ello no excluye que el alcance preciso de la firmeza en cuestiones relevantes, como el momento en que la misma es reconocida, exige contemplar también la organización industrial de la fase de compensación y liquidación. En concreto, la existencia o no de entidades de contrapartida central condiciona el alcance material de la firmeza. Sin embargo, antes de abordar algunas de las cuestiones que surgen a la hora de codificar la firmeza y el marco institucional en el que la misma adquiere su contenido, conviene situarla en un contexto algo más general. El

epígrafe siguiente tiene por objeto acometer brevemente esta labor de contextualización. Más allá de la viveza que aporta una perspectiva más amplia, uno de los beneficios de este esfuerzo radica en la claridad que el mismo reporta para la codificación del concepto y para mantener unas buenas prácticas en materia de firmeza. En última instancia, esta tarea de contextualización redundará en que una equilibrada evolución del concepto de firmeza.

2. Firmeza: marco contextual y definición

2.1. Firmeza de mercado y de liquidación

Como se anticipaba en la introducción, la firmeza es un concepto cuya formalización en el ámbito de las infraestructuras de post-contratación es relativamente reciente. La progresiva concienciación sobre los riesgos concentrados en los sistemas de pago de alto valor, suscitó en Europa a finales de los años 90 un extenso análisis del problema y una codificación de soluciones para la misma. La lógica del problema imponía que la firmeza adquiriera carta de naturaleza formal simultáneamente como mecanismo para proteger la integridad, tanto de los sistemas de pago de alto valor como de los sistemas de liquidación de valores.

Sin embargo, conviene no perder de vista que la firmeza es un término polisémico, cuya correcta utilización exige compartir cierta información de contexto. La firmeza se utiliza con distinto significado económico y formal en ámbitos distintos, como el de la relación banco-cliente en materia de pagos, el de la ejecución de operaciones en mercados financieros, y el de la compensación y liquidación de pagos y valores, por poner algunos ejemplos. A grandes rasgos, el denominador común a estos distintos sentidos con que se emplea el término firmeza, es el propósito de caracterizar mediante el mismo la fiabilidad que merece la oferta de servicios realizada en el ámbito considerado.

Obviamente, los elementos clave para la fiabilidad de los servicios de pago que presta un banco a su clientela difieren lo suficiente de los de los otros dos ejemplos mencionados como para que no surja confusión terminológica alguna. Sin embargo, la aplicación de la caracterización general de firmeza sugerida en el párrafo anterior, en el ámbito general de los servicios de inversión de valores, revela dos usos distintos de la firmeza susceptibles de confusión.

En concreto, además del atributo de firmeza como caracterización de los sistemas de post-contratación que constituye el objetivo de este capítulo, la fase de negociación-contratación en el mercado también merece un descriptor similar en la medida en que las cotizaciones o contrataciones que se realizan en el mismo son vinculantes para las partes implicadas. Resulta claro que esta similitud de conceptos, que no identidad, radica en la desconfianza que la ausencia de firmeza ocasiona sobre el descargo de las funciones del sistema considerado. En general, las implicaciones concretas de una desconfianza en el desem-

peño de las funciones correspondientes al ámbito de mercado y de las correspondientes a la post-contratación, son de una naturaleza lo suficientemente diferente como para que el uso de la firmeza en uno y en otro contexto no entrañe margen para la confusión.

Así sucede, por ejemplo, en mercados mayoristas como los de deuda pública, en los que la ausencia de firmeza de las operaciones contratadas es un rasgo que la literatura sobre la micro-estructura óptima no valora como algo negativo por principio. Por contraste con este hecho, los potencialmente devastadores efectos de la ausencia de firmeza en los servicios de post-contratación para la deuda pública han contribuido decisivamente a perfilar el concepto que se analiza en este capítulo. En definitiva, en ese contexto específico la ausencia de solapamiento de los conceptos de firmeza de mercado y de post-contratación no parece ofrecer margen para la duda.

Pero no siempre es este el caso. De hecho, el ejemplo anterior expresa de forma implícita cuál es la línea divisoria para la aparición de confusión entre la firmeza de mercado y la de post-contratación. Para apreciar esa línea divisoria conviene observar que los beneficios de la ausencia de firmeza en un mercado mayorista, derivan esencialmente de la conjunción de un rasgo colateral a esa ausencia, la flexibilidad del entorno de contratación y de la capacidad de gestión de los profesionales que participan en ese mercado. La situación es bien diferente en mercados cuya organización precisa proteger a los inversores minoristas ante su desconocimiento sobre la complejidad del sistema. Las bolsas de valores representan el paradigma de mercados donde surge esta necesidad.

La mayor intensidad regulatoria y el carácter oficial que caracterizan a las bolsas de valores, han respondido tradicionalmente a esa necesidad de aportar confianza a los inversores minoristas. Pero esa necesidad no viene dictada únicamente por una demanda impuesta por considerandos públicos. El propio éxito de las bolsas se percibe con frecuencia como singularmente dependiente de la confianza colectiva en el sistema de intermediación por parte de los inversores menos informados.

El factor sociológico de la confianza en el sistema constituye, pues, un presupuesto conceptual común para la organización de los servicios de post-contratación de alto valor por un lado, y de la cadena de valor bursátil por otro. La aplicación de este razonamiento es fértil para aclarar la confusión entre el uso del concepto de firmeza en entornos minoristas y mayoristas. En efecto, uno de los elementos que tradicionalmente se han juzgado como potencialmente generadores de desconfianza de cara a la inversión minorista en valores, es la posibilidad de que órdenes canalizadas al mercado a precios de cruce, no lleguen a materializarse en realidad.

En definitiva, la materialización del riesgo de liquidación puede intoxicar, entre los inversores menos informados, la percepción de que las reglas del ámbito del mercado se aplican selectivamente en su contra. La firmeza en el ámbito de mercado surge así como un instrumento para hacer frente al riesgo de una proliferación de este nuevo tipo de desconfianza. Resulta claro que la formulación de una regla de firmeza a nivel de contratación implica, asimismo, cierta regla de firmeza a nivel de post-contratación. Si se ha de salvaguar-

dar la confianza en la cadena de valor agregada, cada etapa de la misma debe conducir a ese efecto global.

Para la referencia posterior, conviene observar que esta misma discusión se puede presentar en términos más formales mediante la identificación del momento del tiempo en el que surge la firmeza. En concreto, en los apartados siguientes se discute la importancia de las diferencias en este concepto para los mercados de deuda pública y bursátil españoles, así como su conexión con algunos aspectos de la reforma en marcha en el sistema de liquidación de valores en España.

La relevancia de una diferencia en la firmeza como la descrita, no se circunscribe a aspectos formales. La imposibilidad de liquidar una operación cruzada por ausencia de saldos por parte del vendedor sólo puede ser resuelta o bien por un eventual intento posterior, o por un complejo sistema de organización que evite el problema mediante controles, o mediante mecanismos de aseguramiento por los intermediarios. Algunos de los aspectos de este sistema ya se han perfilado en el capítulo 2. A los efectos de este apartado, lo relevante a retener es que la firmeza en la contratación exige un elevado nivel de organización e integración vertical entre mercado y sistema de post-contratación. Recientemente, las cámaras de contrapartida central se están configurando como instituciones que aportan de forma modular los elementos precisos para esa integración.

2.2. Naturaleza evolutiva de la firmeza

Con los antecedentes que establecen las secciones anteriores, no debe sorprender que la firmeza de los sistemas de post-contratación sea un concepto que ha evolucionado desde formas iniciales hasta su codificación definitiva. Esta definición formal se reserva para el epígrafe 2.3. Entretanto conviene repasar, como referencia contextual para esa definición, algunos aspectos de esa evolución.

La noción de firmeza precede la codificación que se ha dado a la misma en las distintas jurisdicciones que la contemplan. Ciertamente el alcance de la misma, hasta ese momento, se restringía al ámbito contractual entre los usuarios y los proveedores de servicios de post-contratación. La necesidad de culminar en la dimensión temporal los procesos de compensación-liquidación con un mínimo de riesgo exige, de manera natural, que los usuarios deban someterse a límites temporales estrictos definidos por el proveedor para el ejercicio de un eventual derecho de revocación de órdenes.

Puede juzgarse que la debilidad inherente al carácter contractual de estos antecedentes de la firmeza, subyace a la evolución de la misma a un mayor nivel de formalización. Así, mientras el poder de negociación constituye un factor clave para moldear los acuerdos contractuales, la gestión de riesgos no puede entender de excepciones. En definitiva, un enfoque contractual no permite precisar qué entidades proveedoras de servicios están en condiciones de asegurarse la firmeza necesaria.

Tan importante como la anterior consideración, es el hecho de que las soluciones contractuales no pueden asegurar una firmeza incondicional al contenido de decisiones judiciales. La ausencia de protección jurídica de las soluciones contractuales, frente a decisiones judiciales tomadas en el ejercicio de procedimientos concursales, supone una amenaza no sólo para el procesamiento de las órdenes de transferencia de valores y efectivo, sino también para la efectividad última de la eventual ejecución de las mismas. En consecuencia, la codificación de la firmeza tenía que establecer las oportunas protecciones frente a decisiones judiciales, entre las que se cuenta la exención frente a las reglas de hora cero, es decir, frente a las reglas que establecen la retroactividad de las decisiones concursales desde el mismo comienzo del día en el que se adoptan.

La secuencia evolutiva descrita para la firmeza puede resumirse en una triple condición para la misma. A saber, irrevocabilidad, incondicionalidad y con efectos legales. La elevada protección que supone la firmeza lleva aparejada, a su vez, su concesión sólo a los sistemas de importancia sistémica. Una consideración adicional importante es que esta protección debía alcanzar no sólo a las órdenes de transferencia y a las transferencias mismas, sino a las eventuales garantías aportadas exigidas por el proveedor a los usuarios para cubrirse del eventual riesgo incurrido entretanto no se alcanza el buen fin de las operaciones.

En Europa, el concepto de firmeza ha continuado siendo objeto de precisiones tras su codificación inicial mediante la Directiva 1998/26/CE. La necesidad venía dictada por una operativa más amplia que la contemplada inicialmente. En concreto, la firmeza ha quedado definida hasta el momento como un atributo de un determinado sistema de post-contratación. Pero uno de los desarrollos más destacables del sistema financiero en Europa desde la creación de la unión monetaria, ha sido la interrelación entre sistemas diversos, con la interdependencia entre los mismos que ello supone. La proliferación de la interconexión entre sistemas europeos suscita cuestiones prácticas relevantes a los efectos de firmeza, debido a la nueva dimensión de riesgo que esa dependencia suscita.

Como consecuencia de ello, la modificación de la directiva de firmeza ha dado carta de naturaleza, a los efectos de firmeza, a los llamados sistemas que ofrecen interoperabilidad. Asimismo, esta adaptación de la directiva de firmeza acomodó la definición anterior de participantes indirectos, para dar cabida a los sistemas de liquidación con los que se mantiene enlace. En realidad, la consecución de firmeza en una operación de valores contra efectivo ya suscita, en sí misma, cuestiones relevantes de interoperabilidad y de firmeza, cuando la interacción entre el sistema de liquidación de valores y el de efectivo no es perfecta. El apartado 3.2 se dedica a discutir brevemente las alternativas a este respecto.

Otra de las dimensiones en las que ha debido evolucionar el concepto de firmeza en Europa, atiende a la intensificación de la operativa de ciclos nocturnos. La prevalencia en Europa del sistema bruto en tiempo real Target2, y sus elevadas exigencias de disponibilidad de liquidez, ha determinado una mayor atención a la gestión de las entradas y salidas de tesorería. A los efectos de poder concentrar esta atención en los movimientos más dependientes de la materialización de decisiones de terceros, se ha extendido la práctica de adelantar al máximo el grueso de liquidaciones preprogramadas a un ciclo nocturno

que antecede a la sesión diurna propiamente dicha. En estos casos, la posibilidad de colisión con las reglas concursales exigía una revisión de la definición codificada de firmeza.

En efecto, la codificación inicial de la firmeza contemplaba la irrevocabilidad en caso de insolvencia de un participante, siempre y cuando se hubieran introducido en el sistema antes de que el mismo hubiera tenido conocimiento del inicio del procedimiento de insolvencia o, en la medida en que se introdujeron en el sistema después del inicio del procedimiento de insolvencia, siempre que se hubieran introducido en el mismo día en que el procedimiento de insolvencia se hubiera iniciado.

Pero si se tiene en cuenta que los días del calendario no siempre coinciden con los días hábiles de sistema o de ciclos de funcionamiento, la aplicación de la protección contenida en la directiva de firmeza podía ser problemática. Por ejemplo, debido a la operativa de un ciclo nocturno, una orden de transferencia introducida en el sistema en un determinado día puede liquidarse en las primeras horas del día siguiente, con lo que escaparía a la protección de la firmeza frente al momento de inicio de procedimientos de insolvencia. Para solucionar esto, la directiva extiende la protección a todos los ciclos de una misma sesión, refinando de esta forma la exención frente a las reglas concursales de hora cero mencionadas anteriormente.

2.3. Concepto jurídico de la firmeza¹

No existe un concepto o definición jurídica de la firmeza de las operaciones sobre valores mobiliarios. Tampoco existe un sólo momento predefinido para considerar la irrevocabilidad de las operaciones, dejando su determinación a cada uno de los sistemas donde se pretenda que exista. Los efectos de la firmeza se producen a partir de un momento concreto que se determina en las normas de cada sistema de compensación (Cámaras de Contrapartida Central) y de liquidación (Depositarios Centrales de Valores).

Sin embargo, sí que parece haber un consenso casi unánime sobre cuál debe ser la finalidad de su fijación, y qué efectos jurídicos conlleva la misma. En este sentido, al menos en el ámbito europeo, la Directiva 1998/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 19 de mayo de 1998, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, es la que, por primera vez, pone de manifiesto que el objetivo esencial es evitar la perturbación de los sistemas de compensación y liquidación, como consecuencia de los procedimientos de insolvencia que se pudieran incoar a un participante de dichos sistemas. En concreto, el Considerando 9 de la mencionada norma comunitaria expresa que *“la reducción del riesgo sistémico requiere sobre todo la firmeza de la liquidación y la exi-*

¹ Para la elaboración de este apartado se han tenido en cuenta los trabajos preparatorios del grupo de trabajo creado en el seno de la CNMV con distintos integrantes del sector financiero, con objeto de elaborar un documento sobre las propuestas de reforma en el sistema español de compensación, liquidación y registro.

gibilidad jurídica de las garantías”, entendiéndolo, a su vez, en el Considerando 14, que para ello “*resulta necesario impedir que las ordenes de transferencia (de valores y efectivo) puedan ser revocadas a partir de un momento determinado por las normas del sistema*”. A los mismos efectos, el artículo 3.1 de la Directiva (modificada por la Directiva 2009/44/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de 6 de mayo de 2009), establece que las órdenes de transferencia y la compensación serán legamente exigibles y vinculantes con respecto a terceros, aún en el caso de que se incoe un procedimiento de insolvencia contra un participante o contra un operador de un sistema interoperable que no sea un participante, siempre que las órdenes de transferencia se hayan cursado al sistema antes del momento de la incoación del procedimiento de insolvencia. Cuando las órdenes de transferencia se cursen al sistema después de la incoación del procedimiento de insolvencia y se ejecuten dentro de la jornada laborable, definida con arreglo a las normas del sistema, durante la que se haya incoado dicho procedimiento, solo serán exigibles y vinculantes con respecto a terceros, si el operador del sistema puede probar que, en el momento en que dichas órdenes de transferencia pasaron a ser irrevocables, no tenía conocimiento de la incoación del procedimiento ni obligación de haberlo tenido.

Como se ha visto, la Directiva europea tan sólo reconoce expresamente la firmeza respecto a decisiones judiciales dictadas en el ámbito de una situación de insolvencia de un participante del sistema, pero también cabría preguntarse si los efectos de la firmeza se pueden extender incluso sobre decisiones judiciales dictadas en el ámbito civil, que declarasen la nulidad de las transacciones sobre valores por cualquier otra causa distinta a la insolvencia del intermediario. Un ejemplo de tal situación puede ser aquella en la que el titular de los valores sea una persona jurídica, y la transmisión haya venido precedida de una falta de la voluntad social necesaria por no haberse celebrado la reunión del correspondiente órgano social para acordar la misma.

De la lectura de los preceptos de la Directiva apuntados, cabe deducir el efecto de que las órdenes de transferencia de valores y de efectivo cursadas a un sistema, una vez recibidas y aceptadas y, por consiguiente, firmes de acuerdo con las normas de funcionamiento del sistema, serán irrevocables y no podrán ser deshechas ni siquiera por orden judicial por haber sido declarada la insolvencia del participante del sistema que las cursó.

Se trata de una especie de protección del mandato para ejecutar las órdenes de compra y venta de valores, desde el momento en que las mismas son consideradas firmes por el sistema hasta su completa compensación y liquidación. Aunque este momento puede no coincidir, como pone de manifiesto el hecho de que en España el tratamiento de las órdenes del mercado de renta fija es distinto al que tienen las provenientes del mercado bursátil, los efectos de la firmeza son claros. En consecuencia, dichas órdenes de transferencia, la compensación que tenga lugar entre ellas con objeto de cursar una orden neta al sistema de liquidación, las obligaciones y las órdenes resultantes de la compensación que se comunican al sistema de liquidación, y cualesquiera otra obligación de los participantes del sistema (comprobación de saldos, simulaciones, etc...) encaminadas a asegurar el buen fin de los mandatos y poder liquidar adecuadamente las órdenes de transferencia aceptadas,

serán firmes, vinculantes y legalmente exigibles para el participante obligado a su cumplimiento, así como oponibles frente a terceros y, por consiguiente, no podrán ser objeto de impugnación y anulación.

Por tanto, en caso de que se incoe un procedimiento de insolvencia a un participante en un sistema de compensación y liquidación, este hecho no perjudicará ni impedirá el cumplimiento de las obligaciones de aquel sujeto. En concreto no afectará a:

- a) las que deriven de las órdenes de transferencia recibidas y aceptadas por el sistema, con anterioridad al momento en que la citada incoación haya sido comunicada al sistema o que, excepcionalmente, hubieran sido cursadas después de la incoación del procedimiento de insolvencia y se compensen o liquiden en el mismo día, siempre que los gestores del sistema puedan probar que no han tenido conocimiento ni debieran haberlo tenido de la incoación de dicho procedimiento.
- b) las que resulten de la compensación que, en su caso, se lleve a cabo entre dichas órdenes el mismo día en que haya sido recibida la comunicación.
- c) las que tengan por objeto liquidar en dicho día cualesquiera otros compromisos previstos por el sistema, para asegurar el buen fin de las órdenes de transferencia aceptadas o de la compensación realizada.

Estas obligaciones se liquidarán, de acuerdo con las normas del sistema, con cargo a las garantías y demás activos y compromisos establecidos a estos efectos por el mismo.

La consideración de la irrevocabilidad de las órdenes y de la firmeza de las operaciones, es independiente de las obligaciones que tienen los liquidadores del sistema a efectos de llevar a buen término las órdenes de liquidación, para lo que deberán emplear todos los medios previstos en las normas de funcionamiento del sistema como la solicitud o, en su caso, ejecución de garantías, mecanismos de préstamo de valores con objeto de poder liquidar, etc.

De las consideraciones apuntadas cabría deducir que, a pesar de no haber una definición del concepto jurídico de firmeza, ni existir un único momento en el que surge de forma natural, se puede afirmar que su inclusión en las normas de un sistema de compensación y liquidación, produce una serie de obligaciones exigibles legalmente respecto de las órdenes de transferencia de valores y de efectivo, y que vinculan tanto a los participantes en el sistema como a los terceros que se relacionan con el mismo. Y, además, estas exigencias legales que se producen en el ámbito de la post-contratación en los mercados, son aplicables tanto a los sujetos que intervienen en la compensación como a los que ejecutan la liquidación de las operaciones provenientes de los mercados. En consecuencia, dentro de los efectos de la firmeza se pueden separar los de ámbito objetivo -por hacer referencia a las obligaciones que deben cumplirse dentro del sistema de compensación y liquidación-, de los de ámbito subjetivo considerados en función de cuáles son los sujetos obligados a cumplirlas.

a) **Ámbito objetivo de la firmeza**

Las obligaciones que tienen los participantes en un sistema derivan de las órdenes o instrucciones para que las operaciones que se realizan en los mercados puedan ser consumadas hasta su completa liquidación. Las órdenes de transferencia pueden consistir en:

- Poner una cantidad de dinero a disposición de un destinatario final o vendedor; o asumir o cancelar una obligación de pago definida en las normas del sistema. Estas instrucciones deberán ejecutarse en las cuentas que tengan los participantes del sistema en un Banco Central o en una entidad de crédito.
- Transmitir la propiedad o cualquier otro derecho sobre uno o varios valores o productos financieros, mediante la anotación en un registro o de otro modo que acredite la transmisión.
- Si ha mediado la compensación de órdenes en un sistema multilateral, la orden de transferencia neta que se cursa para la liquidación, sustituirá al conjunto de órdenes de transferencia recibidas, aceptadas y compensadas por el sistema. De tal manera que se simplificará o reducirá el número de órdenes de transferencia que se introducen para la liquidación, con objeto de reducirlas a una sola orden de transferencia de dinero, a abonar o cargar al participante y a una sola orden de transmisión, para que se carguen o abonen valores al participante comprador.

La firmeza no sólo es efectiva "*inter partes*" sino también "*erga omnes*", es decir, la orden de transferencia no sólo se hace firme entre el ordenante y el sistema de compensación o de liquidación receptor sino que, además, esa orden y las actuaciones del sistema que impliquen su ejecución, son oponibles frente a terceros e inatacables en caso de concurso de la entidad participante en el sistema que cursó la misma. El procedimiento de insolvencia no tendrá efectos, ni en cuanto a la posición jurídica del insolvente, ni en relación con cualquier otro participante o un tercero.

b) **Ámbito subjetivo de la firmeza**

El régimen de firmeza de las operaciones o de protección de las órdenes de transferencia de valores y efectivo, debe predicarse tanto de los sujetos participantes en una Cámara de Contrapartida Central como de los miembros de un Depositario Central de Valores, ya que la actividad realizada por los integrantes de cada una de estas instituciones afecta al riesgo sistémico en el ámbito de la post-contratación. Ambas entidades tienen distintas funciones, la Cámara de Contrapartida Central se interpone entre comprador y vendedor; novando los contratos de compraventa de manera que se constituye como comprador frente al vendedor y como vendedor frente al comprador; asumiendo el riesgo del pago y de entrega de los valo-

res y, asimismo, realiza la función de compensar las órdenes de transferencia de valores y efectivo recibidas con objeto de simplificar la liquidación. Por su parte, el Depositario Central de Valores, junto con la intervención de un Banco Central o de una entidad de crédito, tiene como funciones la de liquidar las operaciones sobre valores o instrumentos financieros, y proceder al registro de los mismos a favor de sus titulares. También pueden tener distintos participantes, y singulares obligaciones y responsabilidades de éstos, diferentes reglas de funcionamiento, en las que se incluyan distintos momentos para declarar la firmeza de las respectivas órdenes de transferencia, y distintos sistemas de gestión de riesgos y establecimiento de garantías.

En consecuencia, la Cámara de Contrapartida Central y el Depositario Central de Valores, deben ser considerados como sistemas distintos a los efectos de considerar la firmeza en cada uno de ellos, aunque al estar interconectados entre sí, sus reglas específicas deben estar coordinadas en relación con la firmeza de las operaciones e irrevocabilidad de las órdenes. Las normas de cada sistema relativas a la firmeza no deberán verse afectadas por las de los demás.

c) Distintas alternativas para fijar el momento de la firmeza

Existen distintas alternativas para la fijación del momento de la firmeza en la post-contratación. Inicialmente se pueden distinguir dos momentos, en función de si existe o no una Cámara de Compensación que se interponga entre comprador y vendedor. Por lo que cabría:

- 1) Establecer la firmeza en el momento en que las órdenes de transferencia de valores y efectivo, son recibidas y aceptadas por la Cámara de Contrapartida Central.
- 2) Señalarla en el momento en que las órdenes netas que provengan de una Cámara de Compensación, las órdenes procedentes de operaciones fuera de mercado, o en caso de que no exista Cámara de Contrapartida, las órdenes que procedan del mercado, sean recibidas y aceptadas por el Depositario Central de Valores que debe proceder a su liquidación.

Dentro de esta última posibilidad, cabe fijar la firmeza o irrevocabilidad de las órdenes:

- a) En el momento en el que se confirman y aceptan las instrucciones de liquidación,
- b) Al iniciarse el procedimiento de liquidación, una vez comprobada la suficiencia de valores y efectivo,
- c) En el momento de la efectiva liquidación.

Pasaremos a analizar cada una de estas alternativas de forma separada:

- a) En este caso, las órdenes de transferencia serán irrevocables para quienes las hayan dado, siempre que hayan sido confirmados por el sistema los requisitos técnicos de las instrucciones de liquidación, aunque no se conozca con certeza si ésta llegará o no a completarse. En caso de que la liquidación no llegue a buen fin, bien porque el ordenante carezca de valores o efectivo y no pueda atender sus obligaciones, bien porque se produzca el concurso de un participante en el sistema de liquidación inmediatamente después de confirmarse las instrucciones y no se pueda proceder a la liquidación y, habida cuenta de que para el Depositario Central de Valores no existe, como sí habría para la Cámara de Contrapartida Central, la obligación de garantizar o suplir la falta de valores o efectivo de un participante (salvo que el sistema se rija por el principio de aseguramiento en la entrega como sucede actualmente con el servicio de compensación y liquidación español, IBERCLEAR), el ordenante cumplidor podrá exigir, en su caso, el cumplimiento de la obligación que se trataba inicialmente de hacer efectiva en el sistema de liquidación, pero al margen de dicho sistema y por los cauces de la jurisdicción judicial ordinaria. Independientemente de ello, el sistema podrá establecer indemnizaciones para los que hayan cumplido sus obligaciones y no puedan hacer efectiva la operación, y penalizaciones para aquéllos que no hayan cumplido sus obligaciones para que la liquidación llegue a buen fin.

En el caso de órdenes de transferencia de valores y efectivo procedentes de una Cámara de Compensación o Cámara de Contrapartida Central, al interponerse ésta entre comprador y vendedor, “bilateralizando” las operaciones procedentes del mercado, la Cámara será responsable jurídicamente y asumirá económicamente los incumplimientos de las obligaciones que el comprador tiene frente al vendedor, y de las que el vendedor puede exigir frente al comprador.

- b) En el caso de fijarse la firmeza al inicio de las actuaciones del ciclo o procedimiento de liquidación de las operaciones, una vez ha sido comprobada la suficiencia de valores y efectivo para poder proceder a hacer efectiva la misma, se puede producir un lapso de tiempo entre el momento en que son confirmadas las instrucciones de liquidación, es decir, desde que se ha comprobado la correspondencia entre las órdenes de transferencia de valores y efectivo, y el momento en el que se inician las actuaciones necesarias para la liquidación. Este período variará en función de las órdenes o instrucciones recibidas del mercado en que se hayan cruzado, y de si provienen de una Cámara de Contrapartida Central. En este supuesto, la firmeza protegería de la insolvencia de los participantes durante el proceso de liquidación, pudiéndose deshacer, en caso de insolvencia del participante, las operaciones que todavía no han pasado al ciclo de liquidación o revocarse las órdenes de transferencia y efectivo respecto de las que no se hayan iniciado las actuaciones para su liquidación.

También cabe establecer la firmeza justo en el momento de confirmarse la existencia de valores y efectivo, en el denominado técnicamente “*pre-funding*”. En este caso se podrán revocar las órdenes de transferencia que, aún habiéndose iniciado el ciclo de liquidación, se conozca que no pueden completarlo por falta de valores o de efectivo.

- c) La fijación de la firmeza de las órdenes de transferencia en el momento de la efectiva liquidación, sólo permite aprovechar en un mínimo la protección que dispensa la firmeza, en la medida en que dichas órdenes tan sólo se hacen inatacables frente al juez del concurso una vez que se han cumplido, es decir, cuando se ha procedido a su completa liquidación. En este caso, la firmeza tan sólo evitaría los efectos de una eventual retroacción concursal que pudiera afectar a la liquidación terminada, permitiendo deshacer las operaciones ya liquidadas. Ello lleva a plantear la duda de si con esta firmeza que podríamos denominar en grado “*lato*”, se incurre en una merma en la protección del sistema frente al riesgo sistémico que, como se viene apuntando, es precisamente lo que pretende evitar el régimen de la firmeza.

En este sentido, parece lógico que si una entidad participante entra en situación concursal, no podrá atender los pagos derivados de la liquidación de sus operaciones y, a su vez, ello repercutirá en cascada en términos de un incumplimiento de las operaciones de las restantes entidades de un sistema de contratación multilateral. En consecuencia, el riesgo sistémico adquiere toda su relevancia sin que la firmeza sirva para minimizarlo.

A pesar de lo anterior, hay algunas voces que destacan las ventajas que podría tener esta opción para los participantes del sistema que fueran responsables de la liquidación de las órdenes de un titular o intermediario en situación de insolvencia, en la medida que podrían revocar las órdenes 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 revocar la orden (la entidad participante ordenante, su cliente, el juez o la autoridad concursal si hay situación de insolvencia, intervención de la autoridad supervisora).

Habría 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 y cubrir el riesgo de contraparte al que se les somete. En opinión de los partidarios de esta opción, este enfoque de determinación de la firmeza en la fecha efectiva de liquidación, puede conducir a la conclusión de que protegería mejor a los miembros del mercado y participantes en dicho sistema de liquidación, frente a impactos económicos severos derivados de la insolvencia de una entidad de naturaleza sistémica.

3. Interconexión y firmeza

3.1. La firmeza en el modelo de interconexión entre una Cámara de Contrapartida Central o de Compensación y un Depositario Central de Valores

En el modelo de dos sistemas interconectados en el que intervenga una Cámara de Contrapartida Central y un Depositario Central de Valores, el riesgo de interconexión a contemplar consiste en que entre en concurso un miembro compensador o el propio liquidador, que haya de cumplir las obligaciones de entrega de títulos o efectivo durante el período de tiempo que transcurre entre la entrada de las órdenes en la Cámara de Compensación, con su consiguiente novación, y el momento en que las traslade al Depositario Central de Valores -como consecuencia del proceso de compensación- y, al ser aceptadas, adquieran firmeza en el sistema de liquidación. Este riesgo lo soportarían los miembros compensadores y, en última instancia, la propia Cámara de Contrapartida Central.

La aceptación de las órdenes de transferencia por la Cámara de Contrapartida Central requiere tal grado de interconexión entre aquella y el mercado en el que se han cruzado las órdenes, que permite afirmar, tal y como se apuntaba anteriormente, que los efectos de la firmeza en el supuesto de que se introduzca una Cámara de Compensación se extienden incluso al mercado del que provienen las operaciones de compra y venta.

Para evitar el riesgo señalado anteriormente, los procedimientos de compensación deberán durar lo menos posible, de manera que la Cámara de Contrapartida Central pueda comunicar cuanto antes al Depositario Central de Valores sus órdenes con el resultado y los saldos a liquidar. El lapso de tiempo entre la novación y la compensación o neteo, debería ser lo más corto posible o, al menos, deberían regularse ciclos o procedimientos sucesivos que permitan a la Cámara ir enviando al Depositario Central cuanto antes los resultados y las correspondientes órdenes, de manera que el volumen en riesgo potencial se vaya minorando lo más rápidamente posible.

Otro de los efectos que tiene la firmeza de las órdenes es que la declaración de concurso de un participante no afecte a la constitución y aceptación de las garantías al amparo de medidas retroactivas del concurso, no estando tales garantías sujetas a reivindicación, de manera que los activos en que se materialicen puedan ser vendidos y aplicados al pago de las obligaciones garantizadas. Con el fin de proteger el sistema de garantías que regule la Cámara de Compensación ante eventuales situaciones concursales de sus miembros compensadores o de los agentes de liquidación miembros del Depositario Central de Valores, será necesario que las órdenes que tengan por objeto la constitución de dichas garantías y que genere la Cámara de Compensación, adquieran firmeza en el sistema de liquidación lo antes posible.

Por esta razón, se considera que de los dos momentos que podrían tenerse en consideración, el de la comunicación de los saldos de la compensación por la Cámara al Depo-

sitario; o el de la declaración/comprobación de la suficiencia de saldos en el ámbito del Depositario; el primero de ellos, sería el más adecuado por anticipar el momento de la firmeza y reducir el lapso de tiempo de exposición a riesgo de concurso. Si se fijara en el momento de la declaración de suficiencia de saldos las órdenes de la Cámara, no estarían protegidas por los efectos de la firmeza en el sistema de liquidación, en caso del concurso del participante que pueda producirse hasta el momento en el que el Depositario Central de Valores haya comprobado la suficiencia de saldos para la liquidación.

Con arreglo a este criterio, la orden de transferencia de valores o efectivo generada por la Cámara de Contrapartida Central tendría entrada y adquiriría firmeza en el Depositario Central de Valores, en el momento de la comunicación de los saldos resultantes de la compensación con dos posibles escenarios si, entre ese momento y la declaración de la suficiencia de saldos, se produjera una situación de concurso:

- a) que haya saldos suficientes; en cuyo caso tales saldos serían inatacables por el concurso y estarían a disposición de la Cámara de Contrapartida Central y sus participantes, que dispondrían de derecho de separación y preferencia para su traba y aplicación al cumplimiento de las correspondientes obligaciones de liquidación; de esta manera, las garantías y recursos de la Cámara no se verían afectados;
- b) que no haya saldos suficientes; por lo que no podría realizarse la liquidación con cargo a ellos, y sería la Cámara de Contrapartida Central la que correría con el riesgo, debiendo ejecutar las correspondientes garantías a favor de la contraparte frente a la que se produjo la novación de forma irrevocable.

También se pueden disminuir los riesgos de la Cámara para con sus miembros, y de éstos entre sí, ante casos de insolvencia a través de los acuerdos de liquidación por compensación (*close-out netting*). Este tipo de acuerdos tienen dos efectos muy beneficiosos:

- Reducen los riesgos de crédito de la Cámara y sus entidades miembros frente a sus contrapartidas, evitando situaciones de insolvencia en cadena, con el objetivo final de reducir el riesgo sistémico y reforzar la solvencia de todo el sistema.
- Disminuyen los requerimientos de capital mínimo y recursos propios, que se traduce en reducción de costes para las entidades y mayor eficiencia para los mercados.

Con el fin de obtener estos beneficios, es importante regular la posibilidad de celebrar acuerdos de liquidación por compensación con objeto de:

- Determinar el riesgo de contrapartida legalmente exigible y contabilizable.
- Computar los requerimientos de capital y recursos propios.
- Reconocer su plena eficacia, exigibilidad y prevalencia, no sólo entre las partes del acuerdo, sino frente a todo tipo de terceros

- Proteger la inatacabilidad de los acuerdos y su liquidación, conforme a lo pactado, por la autoridad competente y la legislación aplicable en caso de insolvencia de una de las partes.
- Reconocer expresamente en la legislación concursal la figura del *netting* o compensación, como mecanismo válido de cómputo, liquidación y pago de las obligaciones recíprocas de las partes de los participantes frente a la Cámara o, en su caso, entre sí, con preferencia y total separación al del resto de acreedores del insolvente.
- Regular un procedimiento alternativo y objetivo, ajeno a la interpretación de las partes, para determinar el importe de las obligaciones exigibles como paso previo a su compensación, lo cual resulta imprescindible si se quiere que los acuerdos de compensación operen como un mecanismo ágil de cierre de posiciones y extinción de obligaciones/derechos, de manera que una discrepancia en las cuantías no retrase el proceso con el riesgo de verse inmerso en un procedimiento de insolvencia.
- Regular sistemas de medición continuado de riesgos que permitan conocer en todo momento (especialmente, intradía) el riesgo abierto con cada participante.
- Reforzar la obligación de las autoridades judiciales de comunicar inmediatamente la resolución judicial relativa al concurso a reguladores, mercado, etc.
- La exigibilidad de este tipo de acuerdos no debe exigir de ningún pronunciamiento de una autoridad judicial, sin perjuicio de que, en principio, la autoridad debería supervisar que las reglas establecidas por la Cámara a tal fin son adecuadas.

Se puede aumentar el grado de complejidad si se introduce el estudio de la firmeza para el caso de que se produzca una interconexión de manera directa o indirecta a través de un intermediario entre Depositarios Centrales de Valores ubicados en distintos países.

3.2. Firmeza e interconexión entre sistemas de pago y de liquidación de valores

La interacción entre sistemas de post-contratación constituye una realidad para la que debe adaptarse el concepto de firmeza tradicional, es decir, el aplicable a un sistema único e independiente. En Europa esta adaptación ha pasado por: (1) reconocer las protecciones que concede la firmeza a los sistemas que interoperan, en el sentido de que sus operaciones respectivas están sujetas a un esquema de coordinación estricto, y (2) precisar el alcance temporal de esas protecciones, mediante una clarificación de sus efectos sobre los ciclos de una misma sesión, y sobre la relevancia del momento de entrada de las ordenes en los sistemas.

La liquidación simultánea y vinculada en la que se entregan valores contra pago, presupone una coordinación entre los sistemas de pago y de liquidación de valores que facilita la consecución de los beneficios que concede la firmeza. La coordinación supone, en la práctica, la definición de unos protocolos estrictos de interacción entre sistemas mediante los que principalmente se determinan: (1) la dimensión temporal de los mismos, en lo que respecta a las fases preparatoria y de ejecución propiamente dicha de la entrega contra pago, y (2) las condiciones de revocabilidad en los movimientos realizados.

La forma que toma esa coordinación queda determinada por dos tipos de cuestiones. En primer lugar, por los modelos económico-tecnológico disponibles para implementarla. En segundo lugar, por la posición negociadora de los rectores de los respectivos sistemas.

No es momento de abordar en profundidad el segundo tipo de determinantes, pero tampoco conviene perder de vista su relevancia a los efectos de valorar la viabilidad de la firmeza en entregas contra pago con carácter general, es decir, para cualquier combinación contemplable de sistema de liquidación de valores, donde efectuar la entrega, y de sistema de pago, en el que materializar la contraprestación dineraria. Lo cierto es que, en general, la relevancia de este tipo de consideraciones para la obtención de seguridad y firmeza, acaba siendo determinante para configurar la viabilidad de modelos económicos no concentrados para la provisión de servicios de compensación y liquidación.

Asimismo, razones de este tipo sustentan el señalado papel que tradicionalmente mantienen los bancos centrales, tanto en la provisión de sistemas de pago de alto valor como en su elevada implicación en los sistemas de liquidación de valores, ya sea como proveedores o como agentes de “oversight”. A estos efectos conviene recordar que la firmeza ofrece protecciones jurídicas frente a la insolvencia de los participantes en los sistemas, pero no necesariamente frente a problemas del lado del proveedor. De esta forma, la seguridad que ofrece la liquidación en dinero del banco central crea las condiciones naturales para que este tipo de instituciones ejerzan una influencia destacada en la configuración de la interacción entre sistemas de liquidación de valores y de pago.

Dejando de lado las consideraciones de poder de negociación, puede decirse que, tecnológicamente hablando, hay esencialmente tres modelos para implementar la coordinación que se precisa en una entrega contra pago. A saber, el modelo integrado, el modelo de interacción mediante un interfaz, y el modelo con “pre-funding”.

En el modelo integrado, las cuentas de valores y de dinero se mantienen en una “plataforma” esencialmente única. Tratándose de liquidación en dinero del banco central, esto supone o bien una provisión de servicios concentrada en el banco central, o bien cierta delegación de poderes para mover las cuentas de valores y/o efectivo desde la plataforma única.

En el modelo de interacción mediante interfaz, la mediación de un interfaz de comunicación determina el alcance de la coordinación alcanzable. Un parámetro relevante a estos efectos es, obviamente, la frecuencia de esta interacción, lo que condiciona la viabilidad de aspectos tan cruciales como la adquisición de firmeza intradía.

Por su parte, el modelo con “pre-funding” puede considerarse, desde una perspectiva tecnológica, como una variante especial del modelo integrado por cuanto su rasgo distintivo es que los participantes del sistema de liquidación de valores doten regularmente con saldo dinerario al sistema de liquidación de valores, a efectos de proceder a las entrega contra pago programadas. Obviamente, en la medida en que esta dotación de saldo supone transformar dinero del banco central en dinero de banco comercial, la equivalencia a los efectos de firmeza entre este modelo y el integrado se desvanece.

4. La firmeza en Iberoamérica en comparación con los modelos europeos

En la mayoría de los países iberoamericanos la firmeza está contemplada desde la óptica de los principios de aseguramiento en la entrega, y de entrega de los valores contra el pago de los mismos, lo que exige distintos modelos de fianzas colectivas para asegurar los riesgos del sistema. No obstante, la tipología de situaciones es muy variada:

- **Argentina:** Para las operaciones bursátiles existe una Cámara de Contrapartida Central (Merval), que se interpone entre comprador y vendedor respondiendo del riesgo de contraparte y, en su caso, aquélla ejecuta contra el miembro incumplidor las garantías aportadas para poder operar y demostrar solvencia para cubrir eventuales pérdidas.
- **Bolivia:** No tienen Entidad de Contrapartida Central y todas las órdenes, las fianzas, y las garantías que son registradas por el sistema gozan de firmeza por ser emitidas por una autoridad competente. Además, son oponibles frente a terceros desde su inscripción y conceden ciertos derechos de preferencia.
- **Brasil:** BM&FBOVESPA funciona con una cámara de Contrapartida Central para las operaciones de bolsa (CBLC), se presta un servicio de “clearing” para los derivados y existe también una Cámara interbancaria de pagos que gestiona el Banco Central. Se utiliza el principio de entrega contra pago. Coexisten dos modelos de liquidación: la liquidación bilateral y la liquidación multilateral, en la que el objeto de la venta permanecerá bloqueado hasta el pago de los valores acordados.

CETIP ofrece cuatro alternativas: la compensación multilateral, la compensación bilateral, la liquidación bruta de cada transacción STR, y la liquidación bruta de cada transacción por transferencia de valores entre cuentas bancarias. Las operaciones registradas en CETIP pueden beneficiarse de un servicio de gestión de garantías.

La Entidad de Contrapartida Central nova las transacciones en tiempo real, en el mismo momento en que reciben las operaciones del sistema de negociación. Además de las garantías depositadas por los participantes, el riesgo residual se cubre por un Fondo mutualizado. Se ha adoptado el modelo de entrega contra pago, a excepción de

las operaciones hechas fuera de mercado con garantía, en el que la liquidación se produce cuando ambas partes han depositado la garantía.

En el sistema brasileño, las operaciones tienen firmeza con independencia de la insolvencia del participante.

- **Colombia:** Se ajusta al principio de entrega contra pago, y se produce una liquidación bruta en forma continua a lo largo del día, incluso en tiempo real. Para la renta variable se produce una liquidación bruta de valores y neta de efectivo. Se inmovilizan los títulos y se verifica la existencia de efectivo hasta la entrega de valores y efectivo que se realiza simultáneamente. En casos excepcionales, y previa autorización de la Superintendencia, se puede producir la entrega de valores libre de pago. Todas las órdenes son firmes, irrevocables, exigibles y oponibles frente a terceros a partir del momento en que hayan sido aceptadas por el sistema de compensación y liquidación. Y se entenderán aceptadas, cuando se hayan cumplido los requisitos y controles de riesgo establecidos por el sistema. Una vez que sean firmes, no pueden verse alteradas por medidas judiciales o administrativas. Las medidas concursales deben notificarse personalmente al representante legal del administrador del sistema. Igual camino siguen las garantías entregadas al sistema hasta que se cumplen las obligaciones de las que responden. El sobrante de las garantías puede sumarse a la masa del concursado.

En Colombia existe una Cámara de Contrapartida Central sólo para liquidar las operaciones de productos derivados estandarizados o divisas.

- **Costa Rica:** El sistema se rige por los principios de entrega contra pago, universalidad, objetivación de la fecha de la liquidación, aseguramiento en la entrega y neutralidad financiera. Los plazos de liquidación pueden ser en D+1 o D+3. Para conseguir el aseguramiento en la entrega se establece el mecanismo del préstamo de valores, o incluso, la posibilidad de ejecución coactiva.
- **Chile:** En Chile coexisten dos tipos de sistema: a) aquéllos en que las sociedades administradoras se constituyen en contraparte y novan todas las operaciones, y b) aquéllos en los que tan sólo administran la compensación y la liquidación, pero se contraponen en las operaciones. El sistema de compensación, CCLV, es propiedad en un 97% de la Bolsa de Santiago de Chile. Existe un principio de firmeza e irrevocabilidad. Se requieren fianzas para el aseguramiento de las obligaciones (individuales y colectivas). También rige el principio de aseguramiento de la entrega contra pago de los valores en la correspondiente cuenta del Banco Central. El sistema de compensación y liquidación funciona en ocasiones en D+0 o bien D+1 para la renta fija de largo y corto plazo y en D+2 para la renta variable. El CCLV también presta servicios de Depositario Central de Valores junto con el Banco Central de Chile que es el que lleva las cuentas de efectivo.

En caso de incumplimiento de una obligación de un participante, el CCLV retiene las posiciones o saldos del incumplidor y determina quiénes son los afectados por tal incumplimiento.

En cuanto a la firmeza, desde el momento en que son aceptadas las operaciones por el sistema, las órdenes de compensación son irrevocables y no se pueden dejar sin efecto o modificarlas, salvo en los casos previamente calificados y en la forma que señalen las normas de funcionamiento. Desde que las operaciones son aceptadas por el sistema, cualquier medida judicial precautoria, los embargos o cualquier otra medida concursal sólo se podrán ejecutar sobre los resultados de la liquidación si los hubiere. De igual forma sucederá con las fianzas, ya que ninguna medida judicial o administrativa podrá afectar a la posibilidad de realizarlas.

En los supuestos en los que el sistema se interpone, se aplican las mismas reglas de firmeza, pero desde el momento de la novación.

- **Ecuador:** No se contempla un régimen para la firmeza. Tampoco existen mecanismos para mitigar los riesgos de contraparte. No obstante rige el principio de entrega contra pago.
- **El Salvador:** La firmeza de las órdenes se otorga en el momento de la compensación monetaria que se produce cuando se ejecuta el traslado de los valores. No existe Entidad de Contrapartida Central, ni existe un régimen privilegiado para las operaciones en caso de concurso de algún participante del sistema.
- **España:** El sistema de compensación y liquidación español vigente es multilateral, basado en un principio de aseguramiento de la entrega de los valores contra el pago de los mismos. Los riesgos del sistema se cubren por las garantías, de todo tipo, que deben aportar las entidades participantes en el sistema. Si alguna entidad participante dejara de atender la obligación de pago derivada de la liquidación, la Sociedad de Sistemas, que es la encargada de gestionar el sistema de registro, compensación y liquidación, podrá disponer de los valores no pagados, adoptando las medidas necesarias para enajenarlos a través de un miembro del mercado.

En caso de concurso de la entidad participante en la Sociedad de Sistemas, ésta última goza del derecho de separación absoluto respecto los bienes o derechos en que se materialicen las garantías constituidas, y el sobrante que reste después de la liquidación se incorporará a la masa de los bienes del concursado. Además, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sin perjuicio de las competencias del Banco de España, podrá disponer inmediatamente, y sin coste para los inversores, el traslado de los registros contables a otra entidad participante. Este traslado puede ser solicitado también por los titulares de valores registrados en la entidad concursada.

En la actualidad, no hay en España una entidad de contrapartida central que se interponga entre comprador y vendedor asumiendo los riesgos de la compensación y la liquidación. No obstante, la Ley del Mercado de Valores prevé la posibilidad de que existan estas Entidades, permitiendo su autorización por el Ministro de Economía, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y previo informe del Banco de España.

Los principios a los que responde el sistema de liquidación de las operaciones bursátiles españolas son: el principio de compensación multilateral, el principio de universalidad, el principio de entrega contra pago, el principio de objetivación de la fecha de liquidación, el principio de aseguramiento de la entrega y el principio de neutralidad financiera. El sistema de liquidación de operaciones bursátiles responde al principio de aseguramiento de la entrega. El sistema acepta aquellas órdenes que le sean cursadas por las entidades adheridas que sean miembros del mercado. Dichas órdenes compondrán en cada momento, y a los efectos de la firmeza, el conjunto de órdenes de transferencia que las entidades adheridas han comunicado al Sistema y éste considera aceptadas, con independencia del momento en el que corresponda realizar efectivamente la liquidación de las mismas. Esas órdenes de transferencia serán firmes e irrevocables para las entidades adheridas que las hayan comunicado al Depositario Central de Valores. Éste no aceptará ninguna orden de transferencia de una entidad adherida a la que le haya sido incoado un procedimiento de insolvencia, una vez que dicha incoación haya sido conocida por el mismo.

Por consiguiente, actualmente son firmes el conjunto de órdenes de transferencia que las entidades adheridas han comunicado al Sistema y éste considera aceptadas, con independencia del momento en el que corresponda realizar efectivamente la liquidación de las mismas.

- **Guatemala:** No existe Entidad de Contrapartida Central. La compensación y la liquidación de las operaciones del mercado se realizan a través de la Central de Valores Nacional y las operaciones extrabursátiles a través de la LBTR.
- **Honduras:** El sistema hondureño sigue los principios de uniformidad, continuidad, oportunidad, neutralidad, seguridad y simultaneidad de la entrega y pago. Pero no existe un régimen para la firmeza de las operaciones.
- **México:** El mercado de renta variable compensa y liquida a través de una Entidad de Contrapartida Central que es la Contraparte Central de Valores de México. Existe firmeza de las órdenes de transferencia desde que son aceptadas por el sistema.
- **Nicaragua:** El sistema se rige por los principios de universalidad, entrega contra pago, objetivación de la fecha de la liquidación, aseguramiento en la entrega y neutralidad financiera. No hay nada regulado respecto al régimen de firmeza de las operaciones.
- **Panamá:** La firmeza se obtiene desde el momento de la negociación al ser irrevocable y al haber constatado la existencia de fondos y valores, la constitución de garantías, fianzas y pólizas, y la posibilidad de descuento de las propias cuentas del participante.
- **Paraguay:** Tiene muy poco desarrollado el sistema de compensación y liquidación y de la firmeza de las operaciones con valores.

- **Perú:** El sistema de compensación y liquidación es multilateral y está a cargo del ICLV. El sistema incorpora los principios de uniformidad, continuidad, oportunidad, neutralidad, seguridad y simultaneidad de la entrega de valores y pago de los fondos. Para lograr el aseguramiento en la entrega de valores, se contemplan mecanismos como el préstamo automático de valores, aún no implementado, o acuerdos de crédito u otras garantías, en el caso de fondos insuficientes.

La Ley de sistemas de pagos y liquidación de valores establece un régimen de firmeza de las operaciones, incluso sobre procedimientos concursales, protegiendo las órdenes de transferencia de valores y de efectivo que hayan sido aceptadas por el sistema. Así como las garantías constituidas para el cumplimiento de tales obligaciones. El momento en que se considera aceptada una orden está definido en el reglamento del sistema, y la protección frente al proceso concursal se produce siempre que la aceptación de la orden de transferencia haya sido anterior a la notificación del proceso concursal al sistema.

- **Portugal:** Coexiste dos sistemas: el que liquida y compensa a través de una Entidad de Contrapartida Central y de Compensación (LCH Clearnet), procediéndose a la compensación y liquidación en D+3; y aquél en el que se liquida pero sin compensar previamente las operaciones.
- **Uruguay:** El sistema de compensación y liquidación es multilateral. Coexiste un sistema de compensación de operaciones por montos netos (SCLC), con un sistema de compensación operación por operación (BCU). Rige en el sistema el principio de entrega contra pago.

En cuanto al sistema de firmeza, las órdenes aceptadas antes de que la declaración de concurso sea notificada al sistema deben ser cumplidas. No existe una Cámara de Contrapartida Central.

- **Europa:** Por su parte la mayoría de los Estados europeos cuentan con modelos que incorporan Cámaras de Contrapartida Central, en los que la determinación del momento de la firmeza de las órdenes de transferencia de valores y efectivo se deja en el ámbito de cada sistema sin que los Estados hayan intervenido con su regulación en la fijación de dicho momento. La concreción del momento de la firmeza, suele venir determinado para cada tipo de orden de transferencia. Además, este momento se determina no sólo respecto de las órdenes de transferencia de valores y efectivo que recibe la Cámara de Contrapartida Central, sino también se establece un momento de firmeza de las órdenes que cursa la Cámara hacia el sistema de liquidación. En el primer supuesto la firmeza se determina por las normas de la Cámara, y en el segundo por las que rijan en el Depositario Central de Valores y en el sistema de pagos.

Los sistemas de post-contratación europeos han escogido distintos criterios para la determinación del momento de fijación de la firmeza. En unos casos se establece un

régimen general de irrevocabilidad de todas las órdenes de transferencia de valores y efectivo, determinado por el momento en que las mismas han entrado en el sistema y ya no pueden ser modificadas conforme a sus reglas. Y, en otros supuestos, la firmeza de las órdenes de transferencia se produce una vez se ha comprobado la previa existencia de valores y efectivo suficientes para la liquidación.

La fijación del momento de la firmeza en Europa es abordada por la regulación interna de los distintos sistemas de compensación y liquidación, de acuerdo con criterios de especialización según el tipo de órdenes de transferencia que se tratan de proteger (las de operaciones realizadas fuera de mercado, o las que provengan de un mercado organizado o un sistema multilateral de negociación, etc.). La fijación de la firmeza por las normas internas de cada sistema, tiene su razón de ser en la necesidad de establecerla de la manera que sea técnicamente más adecuada, según las especialidades de cada sistema de liquidación. Limitándose las Directivas y la legislación de cada Estado miembro de la Unión Europea a remitir el establecimiento del momento de la firmeza a lo que dispongan las normas internas de cada sistema de compensación y liquidación.

5. Razones de la reforma de compensación, liquidación y registro en España

Como consecuencia de los estudios desarrollados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España, en el término del año 2007, se vio la necesidad de modificar ciertas especificidades del sistema español de compensación, liquidación y registro de valores con objeto de conseguir homologarlo a los procesos de post-contratación del resto de los países europeos, y de mejorar su eficiencia y competitividad.

El documento titulado "*Reformas en el sistema de compensación, liquidación y registro de valores bursátiles*", puesto a consulta pública por la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 12 de febrero de 2010, pone de manifiesto las razones de la reforma del sistema español.

Este informe se inicia destacando la extraordinaria robustez y el alto grado de seguridad que ha demostrado el actual sistema de compensación, liquidación y registro de valores todavía vigente en España. Sin embargo, continúa poniendo de manifiesto las carencias del actual sistema para poder incorporarse al proceso de integración de los sistemas nacionales de post-contratación que está en curso en la Unión Europea.

La reforma que se propone, persigue facilitar la interoperabilidad del sistema de liquidación español con los sistemas existentes en Europa, especialmente su integración en la plataforma técnica de liquidación de valores centralizada denominada "Target 2 securities" (T2S), pues el sistema vigente es difícil de compatibilizar operativamente con esta platafor-

ma de liquidación centralizada. Por consiguiente, el objetivo fundamental de la reforma es el de buscar aquéllos aspectos que puedan mejorar la seguridad, celeridad, y eficiencia del sistema con objeto de integrarse con otros, y conseguir una mayor competitividad del sistema español en un entorno de mercados abiertos. Asimismo, la reforma pretende integrar, o al menos, hacer más homogéneos, los distintos sistemas nacionales de post-contratación tanto para la renta fija como para la renta variable.

Además de las causas apuntadas, la necesidad de la reforma viene exigida por un conjunto de circunstancias que permiten constatar que el sistema de compensación, liquidación y registro vigente se ha quedado algo anticuado. Entre ellas, cabe mencionar las siguientes:

- La cada vez más común separación entre las funciones de negociación, compensación, liquidación, custodia y registro de valores, que exigen estructuras y requisitos (especialmente de solvencia) distintos para cada una de las entidades que las realizan, exige un cambio de modelo que permita que la responsabilidad de la compensación, liquidación y el registro de valores no competa, exclusivamente, a una única entidad.
- El hecho de que la nueva normativa comunitaria de la Unión Europea, con la vista puesta en la integración de los mercados, pretende la conversión de los sistemas de liquidación actuales en proveedores de servicios. El objetivo de la propuesta comunitaria es que los distintos usuarios de los servicios de inversión puedan llevar sus operaciones, realizadas en cualquier plataforma de negociación, o celebradas bilateralmente fuera de los mercados, para que puedan ser liquidadas por cualquier prestador del servicio de liquidación en Europa. Ello va a suponer una mayor competencia entre las entidades que se dedican a la liquidación de valores en el ámbito europeo.
- El vigente sistema, en el que subsiste el principio de aseguramiento en la entrega de valores y del reconocimiento de todas las compras, con independencia de la correcta liquidación de las ventas, y en el que el momento de asignación de la firmeza de las operaciones se produce en el momento de la contratación, es diferente a los sistemas utilizados en el ámbito internacional en los que hay una mayor flexibilidad de estos principios. Poder introducir en el sistema de post-contratación, Entidades de Contrapartida Central que asuman los riesgos sistémicos y permitir, en último extremo, que se puedan deshacer operaciones por falta de valores o de efectivo, son posibilidades contrarias a un sistema rígido y seguro como el español. También se ha visto la necesidad de flexibilizar el sistema, con objeto de adaptarlo a las prácticas internacionales. La necesidad de crear una Cámara de Contrapartida Central que bilateralice todas las operaciones, interponiéndose entre comprador y vendedor; asumiendo los riesgos de contraparte, que sustituya al actual sistema de fianzas solidarias entre todas las entidades que participan en la liquidación, es una reflexión que proviene de la mayor sensibilidad que se ha producido ante los riesgos del sistema, como consecuencia de la caída de las grandes entidades financieras como Lehman Brothers.

La demanda cada vez mayor entre los participantes en los mercados de valores de lograr una mayor interconexión entre sistemas de post-contratación, hace que las reformas del sistema español deban ser acometidas con celeridad para poder llegar a competir en igualdad de condiciones con los países del entorno.

La transformación del sistema va a exigir, con independencia de las modificaciones estructurales, una multitud de cambios legislativos tanto en el ámbito del mercado de valores, como en el de la propiedad mobiliaria y el de las normas que afectan al concurso o quiebra de entidades. Las reformas se concretan en tres grandes categorías:

- las necesarias para desplazar la firmeza hacia el momento de la liquidación y revisar los principios del sistema y los mecanismos de aseguramiento en la entrega,
- todas las que afectarían a la creación de una Cámara de Contrapartida Central
- las que obliguen al cambio del sistema de registro de valores, eliminando las referencias de registro para identificar la titularidad de los valores, y sustituyéndolo por un sistema de saldos en el que no sea necesario la identificación previa de los valores a entregar, pero que siga siendo seguro y pueda ser fácilmente supervisado y auditado.

Los cambios que se van a acometer supondrán, probablemente, una concentración de las actividades de liquidación y registro, una especialización de las funciones y modelos de negocio en el ámbito de la post-contratación, la reducción del número de participantes para la realización de algunas funciones que entrañan más responsabilidad y mayores recursos y exigencias de solvencia, la alteración de las líneas de ingresos de los participantes del sistema, de sus costes y tarifas.