

Capítulo 9

Iniciativas en la Unión Europea sobre registro, compensación y liquidación de valores

Miguel Mora Hidalgo

Vocal Asesor de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera del Ministerio de Economía y Competitividad de España

1. Antecedentes
2. Situación actual
 - 2.1. Propuesta informal de Directiva sobre Derecho de Valores
 - 2.2. Criterios para una futura legislación UE sobre depositarios centrales de valores.
 - 2.3. Propuesta de Reglamento UE sobre derivados OTC, negociados fuera de mercados regulados, contrapartidas centrales y registro de operaciones.
 - 2.4. Proyecto de UNIDROIT sobre compensación financiera.

I. Antecedentes

La Directiva 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, no incluyó en su ámbito la regulación del registro, la compensación y la liquidación de los valores mobiliarios. Parece que la explicación estriba en la falta de interés suficiente en la armonización de esas materias. La excusa que entonces se empleó es que la importancia del asunto exigía su regulación en una futura Directiva específica. Nada más distante de la realidad, ya que la mejor manera de contribuir a dotar de mayor seguridad jurídica y, por tanto, de estabilidad a los mercados de valores hubiera sido la de ofrecer la regulación necesaria con la mayor rapidez y en un texto único.

No obstante, en la Directiva mencionada se incluyó (Vid. Art. 34) lo que les interesó desde el primer momento a las grandes entidades financieras, a saber, el principio de libertad de acceso para las empresas de inversión a los sistemas de contrapartida central, compensación y liquidación. Dicho acceso está sujeto a los mismos criterios objetivos, transparentes y no discriminatorios que se apliquen a los participantes del lugar donde esté el sistema.

Por otra parte, la Directiva también garantiza que la legislación nacional exigirá que los mercados regulados y los sistemas multilaterales de negociación ofrezcan a todos sus miembros el sistema de liquidación de las operaciones que se realicen en un mercado, siempre que se establezcan los mecanismos y vínculos necesarios para asegurar la liquidación eficaz y económica y siempre que la autoridad supervisora del mercado en cuestión reconozca que las condiciones técnicas del sistema elegido, si es distinto del que designe tal mercado, permiten el funcionamiento armónico y ordenado de los mercados financieros.

Para realizar tal evaluación, siempre habrá que estar a las competencias atribuidas a los Bancos centrales en materia de supervisión de los sistemas de compensación y liquidación.

La Directiva introduce, no obstante, la posibilidad de que los operadores de esos sistemas rehúsen prestar sus servicios “por motivos comerciales legítimos”, vago concepto que tendrá que ser precisado en la futura Directiva.

El “Grupo de trabajo de Certeza Legal” fue creado por la Comisión de la Unión Europea poco después de publicarse la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros, para encomendar a un grupo de expertos de diferentes países miembros de la UE el estudio de los principales problemas que se plantean después de la negociación de los valores, así como la presentación de propuestas de armonización legislativa.

El Grupo emitió su informe en agosto de 2008. Trata de responder a los problemas que han surgido en lo relativo a la post-negociación de valores originados por el extraordinario crecimiento de las operaciones transfronterizas, con el objetivo de que la nueva regulación pueda asegurar el funcionamiento adecuado de un mercado financiero integrado.

Fundamentalmente, el problema consiste en asegurar que la compensación y liquidación de las transacciones se realicen de una manera eficaz y a un coste razonable.

Por otra parte, hay que procurar que los sistemas en la UE no estén en desventaja con los de fuera y, en particular, con los de Estados Unidos.

Hay que recordar como precedentes los estudios del llamado Grupo Giovannini publicados en 2001 y 2003, en los que se identificaron quince obstáculos que afectan al sector de post-negociación, en relación con requisitos técnicos, fiscalidad y certeza legal.

El mandato dado por la Comisión al Grupo de trabajo de certeza legal se extendió al análisis y a la presentación de propuestas sobre las barreras que conciernen a: valores anotados en cuenta, localización de los valores y los procedimientos seguidos en las empresas.

Las recomendaciones que hace el informe tienen en cuenta la regulación parcial ya vigente en la UE, como son las Directivas sobre garantías financieras, firmeza de la liquidación, de mercados de instrumentos financieros y del ejercicio de los derechos de los accionistas.

A continuación se ofrece un resumen de las recomendaciones emitidas por el informe, separando por bloques de principales materias analizadas.

A) Parte I: Efectos legales de las anotaciones en cuenta

Recomendación I. Ámbito de la futura legislación UE

La UE debe regular los efectos legales de las anotaciones en cuenta por lo que respecta a la adquisición y disposición de los valores, a la creación de derechos sobre valores y

otros aspectos relacionados, complementando otras iniciativas de la UE y de fuera de la UE (especialmente, el Tratado de Ginebra, aún no vigente, promovido por Unidroit en 2009, con el título "normas sustantivas sobre valores intermediados").

Recomendación 2. Elementos principales y terminología

La legislación de la UE debe reconocer que los sistemas de tenencia de valores actuales operan mediante la relación entre el tenedor o titular de cuenta y el proveedor de cuenta (es el intermediario financiero) y las anotaciones en las cuentas de valores. Todo ello sin perjuicio del vínculo que pueda existir entre el inversor y el emisor. Otro hecho adicional es que puede haber uno o más proveedores de cuenta implicados en la cadena de tenencia de los valores.

Recomendación 3. Función principal de los proveedores de cuenta

En un régimen en el que la tenencia y la liquidación de valores se hace por proveedores de cuenta, la protección de los derechos de los titulares de cuenta así como la continuidad de las relaciones entre emisor e inversores depende que se definan con precisión las obligaciones y su diligente cumplimiento por parte de los proveedores de cuenta.

Las tareas principales que debe asumir el proveedor de cuenta y que debe reflejar la legislación de los Estados son las siguientes:

- Custodia de los valores anotados en cuenta.
- Cumplimiento de las instrucciones de conformidad con el acuerdo de cuenta entre el intermediario y su cliente.
- Determinación de las acciones corporativas de conformidad con el acuerdo de cuenta y el Derecho aplicable.
- Información a suministrar sobre los movimientos y la tenencia de los valores con el alcance y la regularidad establecidos en el acuerdo de cuenta y en el Derecho aplicable.
- Cumplir todos los demás aspectos establecidos en el acuerdo de cuenta y en el Derecho aplicable.

Por otra parte, no puede excluirse la responsabilidad en la que puedan incurrir los proveedores de cuenta por conducta desleal y grave negligencia en el cumplimiento de esas tareas.

Recomendación 4. Valores anotados en cuenta

Los valores anotados en las cuentas de valores de los titulares deben incluir los siguientes derechos:

- ejercitar y recibir los derechos vinculados a los valores (ej. derechos de voto, dividendos), en tanto el titular de cuenta disponga de esos derechos según la ley aplicable
- el derecho a instruir al proveedor de cuenta (el intermediario financiero) para disponer de los valores
- el derecho a instruir al proveedor de cuenta para mantener los valores de otra manera (ej. mantenerlos con otro proveedor de cuenta o de otra manera, en tanto lo permita la ley aplicable)

La naturaleza conceptual de la posición legal (ej. derecho de propiedad u otro derecho –derecho de crédito-) se deja al Derecho nacional.

En el caso de un interés sobre valores (ej. garantía) u otro interés limitado, el Derecho aplicable puede restringir el conjunto de derechos antes expresados (ej. excluir el derecho de recibir dividendos o el derecho de disposición de los valores).

La posición legal que debe armonizarse en su contenido mínimo debe describirse con una noción común (por ej. la noción de valores anotados en cuenta).

Recomendación 5. Validez de las adquisiciones y disposiciones de los valores anotados y de intereses sobre los mismos

La futura legislación UE debe exigir a los Derechos nacionales que reconozcan las adquisiciones y disposiciones que se realicen por alguno de los siguientes métodos:

- abono en cuenta
- adeudo en cuenta
- anotar una garantía en una cuenta o designar una cuenta de valores para inscribir garantías
- establecer un acuerdo de control
- establecer un acuerdo de control con un proveedor de cuenta o a favor del mismo

Los anteriores métodos deben prevalecer sobre otros métodos permitidos por la ley aplicable.

Las adquisiciones y disposiciones que provengan de un mandato legal serán válidas y gozarán de los atributos legales, en particular su rango, de conformidad con la ley aplicable.

Recomendación 6. Validez y anulabilidad

Una adquisición o disposición utilizando los métodos previstos en la Recomendación 5 debe ser inmediatamente válida frente al proveedor de cuenta y frente a terceros, incluyendo al administrador y a los acreedores en un procedimiento de insolvencia del proveedor de cuenta. El Derecho nacional no puede exigir ningún otro requisito para que tal adquisición o disposición sea válida. La ley nacional puede establecer que la validez se subordine a alguna condición acordada entre el titular de cuenta (puede ser el propietario, el cliente, el inversor o el accionista) y el proveedor de cuenta.

La validez, como ha quedado expresada, no determina la persona a la que el emisor deba reconocer como titular de los valores.

La ley nacional debe establecer que las anotaciones pueden anularse en las siguientes circunstancias:

- en caso de consentimiento del titular de cuenta
- en caso de abono erróneo
- en caso de adeudo no autorizado, inscripción o anulación de una garantía

La ley nacional puede regular supuestos que invaliden adquisiciones y disposiciones realizadas bajo un acuerdo de control y fijar las consecuencias.

Recomendación 7. Protección de los adquirentes frente a las anotaciones

La legislación futura de la UE debe incluir una norma armonizada que proteja el abono en una cuenta o la inscripción de una garantía en relación con una anulación.

Un titular de cuenta debe ser protegido frente a una anulación de un abono a menos que conociera o debiera haber conocido que el abono no se podría hacer. Otro tanto hay que establecer en relación con la inscripción de una garantía

Recomendación 8. Prioridad

- Los intereses sobre valores anotados en una cuenta tendrán entre ellos la prioridad que derive del orden cronológico en la inscripción.

Otro tanto debe establecerse cuando la inscripción provenga de un acuerdo de control con otra persona o con el proveedor de cuenta.

- Cabe que se establezca otro orden de prioridad por acuerdo entre las partes, siempre que no afecte a los derechos de terceros.

- Cuando se trate de derechos derivados de precepto legal, tendrán la prioridad que les asigne la ley aplicable.

Recomendación 9. Integridad de la emisión

La legislación UE debe obligar al proveedor de cuenta a que mantenga un número de valores anotados que se corresponda con la suma agregada de los valores abonados en las cuentas de sus titulares o que mantenga por cuenta propia.

En el caso de que se produzca un desequilibrio, la legislación UE debe exigir la aplicación de una o más de las siguientes medidas:

- la anulación de anotaciones erróneas
- la compra de los valores que falten
- la atribución de valores mantenidos por el proveedor de cuenta por cuenta propia a la cuenta de su titular de cuenta (cliente)
- en el caso de insolvencia del proveedor de cuenta, la pérdida representada por la falta de valores ha de ser repartida entre los titulares de cuenta según la ley nacional o las reglas del sistema de liquidación que corresponda de acuerdo con la ley aplicable.

Recomendación 10. Instrucciones

La legislación UE debe asegurar que un proveedor de cuenta no puede estar obligado ni capacitado para dar efecto a instrucciones sobre valores anotados dadas por persona distinta que su titular de cuenta o la persona que esté capacitada para ello.

El proveedor de cuenta debe ejecutar las instrucciones dadas por quien esté capacitado con prontitud y con la debida diligencia.

Las normas anteriores podrán modificarse de conformidad con el acuerdo de cuenta.

Recomendación 11. Embargos

La legislación UE debe establecer que los acreedores de un titular de cuenta puedan embargar valores anotados solo en el nivel del proveedor de cuenta de dicho titular.

Los acreedores de un proveedor de cuenta no podrán embargar valores abonados en cuentas abiertas en nombre de dicho acreedor con un segundo proveedor de cuenta, siempre que dichas cuentas sean identificativas como que contienen valores pertenecientes a clientes del primer proveedor de cuenta (cuentas de clientes segregadas).

Cuando la ley establezca la presunción de que las cuentas abiertas por un proveedor de cuenta con un segundo proveedor tienen activos de cliente, se habrá de observar tal presunción.

B) Parte II. Diferencias en las legislaciones nacionales que afectan a los procedimientos de acciones corporativas

Recomendación 12. Ámbito de la legislación sobre acciones corporativas

La legislación UE deberá dismantelar los obstáculos legales sobre acciones corporativas en relación con la tenencia transfronteriza de valores a través de cadenas de proveedores de cuenta.

Recomendación 13. Reconocimiento de diferentes sistemas de tenencia de valores en relación con acciones corporativas

La legislación UE debe exigir a los Estados miembros que reconozcan y hagan compatible su sistema con los sistemas de otras jurisdicciones con el fin de mejorar los procedimientos corporativos (normas del Derecho de Sociedades) en las relaciones transfronterizas.

En particular, la legislación nacional debe reconocer:

- la tenencia de valores a través de uno o más proveedores de cuenta
- la tenencia a través de cuentas “ómnibus”
- la tenencia de valores por un proveedor de cuenta que actúe en su propio nombre por cuenta de otra o más personas

Los inversores no serán discriminados en función de la legislación del emisor; en particular por lo que concierne al ejercicio de los derechos derivados de los valores, como consecuencia de que estén sujetos a los modelos antes mencionados a los que corresponde una ley diferente a la del emisor.

Esta Recomendación no implica que se haya de cambiar la legislación nacional que determina la obligación del emisor de reconocer al titular de sus valores o que especifica el modelo de tenencia que los proveedores de cuenta deben ofrecer a sus titulares de cuenta de su jurisdicción.

Recomendación 14. La función armonizada de los proveedores de cuenta en los procedimientos corporativos

La legislación UE debe establecer un marco legal que asegure la circulación de la información recibida a través de la cadena de proveedores de cuenta y que es necesaria para ejecutar los derechos derivados de los valores frente al emisor y que concierne a todos los inversores de valores de la misma clase.

La legislación UE debe prever, como mínimo, que el proveedor de cuenta debe facilitar el ejercicio de los derechos del titular de cuenta frente al emisor; sea por el propio titu-

lar de cuenta o por el proveedor de cuenta próximo en la cadena con autorización e instrucción dada por el titular de cuenta.

Se debe exigir el ejercicio de los derechos a favor del titular de cuenta al menos en cuanto a la percepción de dividendos y otros derechos, en cuanto al ejercicio de suscripción o cambio de derechos, así como a la aceptación de ofertas de compra, fusiones y otras ofertas de compra y conversiones.

C) Parte III. Restricciones a la localización de los valores

Recomendación 15. Entrada inicial en cualquier Estado miembro

Los valores emitidos bajo la ley de un Estado miembro podrán ser inscritos inicialmente en sistemas de tenencia y liquidación, en particular los mantenidos por un depositario central de valores, situados o sometidos a la legislación de cualquier Estado miembro.

La legislación nacional debe permitir que un emisor coloque sus títulos en el sistema de tenencia o liquidación de cualquier Estado miembro. Deben prohibirse, por tanto, las normas que prohibieran tal colocación inicial, y que lo pretendieran de las maneras siguientes:

- exigiendo que los valores se colocaran inicialmente en un sistema local de tenencia y liquidación.
- exigiendo que los valores se registraran en un registro local
- exigiendo que los valores tuvieran que adquirirse o disponerse a través de un sistema local de tenencia y liquidación.

La legislación nacional debe permitir que los sistemas de tenencia y liquidación, en particular los mantenidos por depositarios centrales de valores, estén abiertos para los valores emitidos bajo una ley distinta a la aplicable a dichos sistemas.

En consecuencia, deben abolirse reglas como las siguientes:

- normas que exijan a valores no emitidos conforme a la ley nacional que tengan la misma forma (desmaterializada o certificada) que los valores locales.
- normas que se apliquen discriminatoriamente a valores que no se emitan con arreglo a la ley local en cuanto a la tenencia, adquisición y disposición.

2. Situación actual

La Comisión de la UE ha proseguido en la tarea de preparación de los estudios que habrán de culminar con la presentación de dos propuestas legislativas en un corto plazo, según tiene anunciado.

El proyecto más avanzado tiene ya forma de texto articulado, presentado en septiembre de 2010 con el título provisional de “legislación sobre seguridad legal en la tenencia y regulación de los valores”. Este texto está en revisión y se presentará muy próximamente una nueva versión.

El otro proyecto se limita, por ahora, a señalar los “Contornos de una posible futura legislación”, como se denomina el documento presentado en marzo de 2011.

A continuación se exponen los aspectos más señalados de ambos documentos.

2.1. Propuesta informal de Directiva sobre Derecho de Valores

(Documento G2/PL D(2010), de 17-9-2010)

Debe quedar constancia de una cuestión procedimental, a saber: probablemente lo más correcto hubiera sido tratar en un mismo texto todos los aspectos del régimen jurídico básico de los valores mobiliarios, en vez de hacer una regulación separada de los depositarios centrales.

Ello puede provocar distorsiones y falta de coherencia si no se aprueban los dos textos al mismo tiempo tras una revisión que los haga completamente armónicos.

A continuación, se resumen los aspectos principales del texto articulado con determinadas observaciones.

1) Ámbito.

La Directiva pretende establecer un marco legal regulador de la tenencia y disposición de los valores, mantenidos en cuentas de valores y el disfrute de los derechos derivados de dichos valores. Habrá que precisar si se trata de cuentas específicas –abiertas o no en entidades bancarias o en otro tipo de entidades- gestionadas por proveedores de cuentas (o intermediarios financieros, autorizados y supervisados por la autoridad pública).

La Directiva no regula la relación entre los emisores y los tenedores de sus títulos.

Se entiende que eso queda a lo que establezca el Derecho nacional. Esta es una de las muestras principales de la insuficiente armonización que se contiene en el texto.

2) Funciones compartidas.

Se trata de la posible prestación de funciones relacionadas con la tenencia de valores por diversos agentes. Ello puede servir para diluir las responsabilidades. Conviene que quede totalmente claro el sistema de responsabilidad de los intermediarios financieros o proveedores de cuentas con los que el cliente establece la relación contractual.

3) Valores representados por anotaciones en cuenta.

En los valores anotados en cuenta se han de entender que para el cliente significa un conjunto de derechos que incluyen tanto los derechos que tiene sobre ellos –por ejemplo, el de disposición– como los derechos económicos y políticos derivados de los valores –como la percepción de dividendos o el derecho a votar en la asamblea general.

Se tendrá que precisar mejor –siguiendo el que se denomina enfoque funcional, lo que significa realmente renuncia a la armonización y sometimiento al Derecho de los Estados– las diferencias de legitimación jurídica, según cual sea el sistema de tenencia y de registro: distinguiendo entre los valores como bienes originales y los derechos (“*entitlements*”, en el Derecho anglosajón) sobre dichos valores, con las consecuencias que derivan para la legitimación y titularidad de los diferentes sistemas (validez de las inscripciones en un registro central y registros de detalle de los partícipes o doble escalón o registro de cada intermediario).

4) Métodos de adquisición y disposición de valores.

Se regulan los métodos de adquisición y disposición de los valores representados mediante anotaciones en cuenta. El método principal es el de abonos y adeudos en las cuentas respectivas. Se intenta asegurar la integridad de la cadena de tenencia de los valores, para impedir la inflación de los mismos y ordenando que un intermediario sólo pueda llevar a cabo un abono de valores en la cuenta de un cliente cuando realmente los tenga. Hay que asegurar, pues, la integridad de los saldos. También se regulan los abonos condicionales y prevé que si se produce un desequilibrio, el intermediario tiene la obligación de corregirlo de manera inmediata.

En cuanto a otros métodos, se prevé la posibilidad de constituir derechos reales de garantía, mediante inscripción registral o mediante un denominado “acuerdo de control”.

En general, se siguen los principios clásicos del Derecho civil, en particular por lo que concierne a la inscripción registral de las prendas como derecho real para que tengan validez frente a terceros, como método de perfeccionamiento del contrato.

Pero no es ese el caso del acuerdo de control porque se permite la constitución de la prenda mediante simple acuerdo entre las partes y el intermediario, dándole los mismos efectos generales que tiene la inscripción registral. Esta figura no existe en España y seguramente se seguirá sin regularla, aunque se tendrá que asumir las consecuencias

de que otros Estados miembros lo acepten, cuando la cuenta de valores se localice en alguno de esos Estados.

Debe advertirse que estos problemas y otros no se hubieran dado si existiera un registro público de valores.

- 5) Las consecuencias legales de las disposiciones se regulan en el Derecho nacional, aunque partiendo de que un abono en cuenta atribuye eficacia al contrato entre las partes, y frente a terceros.

Pero quedan aspectos pendientes, como es la necesidad de "traditio" y de título causal válido para que la transmisión se perfeccione en los Ordenamientos de régimen latino.

Por otra parte, sigue sin precisarse adecuadamente sobre la no armonización de la relación entre emisor de los valores y titulares de los mismos.

- 6) Eficacia en casos de concurso.

Queda preservada la validez de las adquisiciones y disposiciones de valores frente al administrador del concurso y a los acreedores en un procedimiento de insolvencia de un intermediario. Otro tanto sucede con los derechos de los clientes sobre los valores mantenidos. Todo se somete al Derecho nacional, incluyendo el posible reparto en caso de falta de valores.

- 7) Anulación o revocación de los abonos y adeudos.

Se prevé la posibilidad de anular o revocar un adeudo o abono cuando se hubieran hecho indebidamente, como sería el caso de no haber tenido el consentimiento del titular. Pero todavía se precisa regular las consecuencias, ya sea armonizando o dejándolo a la legislación nacional.

- 8) Protección del adquirente de buena fe.

Se protege al adquirente de buena fe o al beneficiario de una garantía, "salvo que conozca o debiera conocer que el abono o la inscripción de la garantía no se debiera haber hecho".

Quizás sea necesaria una mayor precisión, en particular en cuanto a la protección material que deba darse al adquirente (quizás, la intervención del supervisor o del juez).

- 9) Prioridades.

En relación con las garantías, se establece el principio de la preferencia cronológica, según la inscripción. Otro tanto se prevé sobre el acuerdo de control, que contará con la previsible oposición española.

En cuanto a las disposiciones mediante abono habrá que regular expresamente que prevalecen sobre las realizadas mediante desglose.

10) Instrucciones.

El intermediario debe seguir siempre las instrucciones de su cliente, salvo las excepciones ordinarias, es decir, cuando tuvieran un acuerdo en otro sentido o por decisión judicial.

Habrá que precisar que el precepto se refiere siempre al titular de cuenta, sea un cliente final u otro intermediario.

11) Embargo del titular de cuenta o del proveedor de cuenta (intermediario) por parte de los acreedores.

Se prohíbe que los acreedores puedan “saltarse” al intermediario del cliente e intenten embargar los valores en el siguiente nivel de tenencia, ya que se plantearían problemas al tratarse de cuentas globales donde no están identificados los valores de dicho cliente.

También se prohíbe que se hagan embargos en la cuenta de clientes por las deudas del intermediario. Esto es claro cuando existen cuentas segregadas para los valores del intermediario y del cliente.

12) Normas de conflicto.

Es uno de los aspectos más importantes, sobre todo por el reducido alcance armonizador de la Directiva y, por tanto, las frecuentes remisiones a la legislación nacional con el consiguiente problema de establecer la ley aplicable.

El criterio de conexión es la localización de la cuenta relevante, al igual que está ya vigente en la Directiva de garantías financieras.

Se pretende avanzar en la concreción de la localización mediante índices o criterios (por ej. atendiendo a la sucursal que mantiene la relación con el cliente), lo cual tendrá que precisarse más.

Conviene hacer referencia al caso español por la especificidad del registro: problema del acceso remoto si el registro de detalle está fuera de España. Será complicado separar lo que quedará sujeto a la legislación española (en principio, todo el régimen del Derecho de sociedades: relaciones con el emisor, etc.) y a la legislación del país del intermediario (por ej. la insolvencia y las obligaciones y responsabilidades del intermediario).

13) Principio de no discriminación de la tenencia indirecta.

Se plantea en las relaciones transfronterizas. La no discriminación alcanza al ejercicio de los derechos derivados de los valores frente al emisor; no de los derechos reales.

En estos supuestos, debe respetarse la aplicación de la ley del intermediario en la tenencia indirecta transfronteriza. Otro tanto habría que aplicar a la tenencia indirecta de un intermediario nacional.

14) Transmisión de la información.

Se establece la obligación de los intermediarios a lo largo de toda la cadena de tenencia de pasar la información relativa al ejercicio de los derechos derivados de los valores hasta llegar al inversor final, es decir, a quien está actuando por cuenta propia.

Ello no debe afectar a la legitimación para el ejercicio de los derechos societarios, siempre ateniéndose a los términos de la relación contractual entre intermediario y cliente.

En la misma línea, se establece que el intermediario debe facilitar al inversor final el ejercicio de los derechos derivados de los valores

15) Tenencia a través de terceros países.

Los intermediarios deben facilitar el ejercicio de los derechos derivados de los valores cuando la cadena de tenencia se extiende a terceros países, fuera de la UE. En esos casos, el titular de la cuenta (de un tercer país) que actúa como intermediario de otros clientes debe tener las mismas facilidades.

Como conclusión, cabe decir que la propuesta informal resumida sigue en todo lo fundamental las recomendaciones del “Grupo de Certeza Legal” que quedaron expuestas en el anterior apartado I.

2.2. Criterios para una futura legislación UE sobre depositarios centrales de valores

(Documento de la Comisión UE MARKT G2/MET/FS/CS (2011)237111, de 2-3-2011)

La Comisión UE ha previsto un texto legal separado para regular los Depositarios Centrales de Valores (en adelante DCV), aunque todavía no ha decidido si será con la forma de Reglamento o de Directiva.

Los aspectos más importantes que se pueden destacar son los que siguen:

1) Definición de un DCV

Se inclina por un enfoque funcional: sería una entidad que realice servicios básicos; que realice, al menos, dos y uno debe ser el servicio de liquidación; que realice servicios auxiliares relacionados con los básicos, limitados a un número de categorías, pero sin límite dentro de cada categoría.

- Servicios básicos:
 - a) establecer y mantener un sistema central de anotaciones que registre el total de cada emisión en una cuenta a nombre del emisor y que permite anotar transacciones con valores (función notarial).
 - b) custodia y administración central de instrumentos financieros por cuenta de clientes (función central de custodia).
 - c) gestión de un sistema de liquidación (función de liquidación).
- Servicios auxiliares:
 - a) servicios que faciliten la liquidación de valores.
 - préstamos de valores.
 - gestión de caja para los participantes.
 - b) servicios bancarios que faciliten la liquidación.
 - proveer liquidez
 - proveer préstamos de liquidez
 - préstamos de valores
 - facilidades de depósito
 - c) servicios bancarios para acciones corporativas
 - prefinanciación de rendimientos
 - prefinanciación de obligaciones fiscales
 - d) servicios para los emisores.
 - mantener un registro de accionistas
 - facilitar información para ese registro
- No se admitirían custodia central de instrumentos financieros por cuenta de clientes.

2) Autorización del DCV

- necesidad de autorización de una autoridad competente.
- la autorización sirve de pasaporte comunitario, con filiales o con sucursales.
- DCV debe implicar riesgo bajo y alto nivel de requisitos prudenciales.
- un DCV no puede realizar todo tipo de actividad bancaria, solo las necesarias para sus servicios básicos. Deben establecerse límites a esas actividades.

- estar dotado de capital suficiente para su actividad.
- ESMA (Autoridad Europea de Valores y Mercados) llevará un registro de DCV.

3) Supervisión de los DCV

- competencia de ESMA.
- competencia de la autoridad nacional.

Coordinación de autoridades: consulta con o sin veto; colegio.

Resolución para ESMA si hay divergencias.

Posible participación de Bancos Centrales.

4) Requisitos a cumplir:

- principios generales y detalle para ESMA.
- en línea de CPSS/IOSCO
- requisitos de organización y normas de conducta.
- requisitos prudenciales en relación con riesgos.

5) Acceso

- libre acceso a un DCV de un emisor o para cambiar de DCV.

6) Otros aspectos:

- Emisión de valores mediante anotaciones en cuenta.
- Períodos de liquidación. Disciplina de liquidación.

2.3. Propuesta de Reglamento UE sobre derivados OTC, negociados fuera de mercados regulados, contrapartidas centrales y registro de operaciones

Existe una propuesta formal de Reglamento (COM (2010) 484 Final, 2010/0250 (COD) de 15-9-2010) del Parlamento Europeo y del Consejo, que aunque no se inscribe de modo directo en la reforma de las infraestructuras de post-contratación, tiene una relación muy importante con las mismas, en particular lo que concierne a las cámaras de contrapartidas centrales.

El texto sigue aún en el grupo de trabajo con aspectos importantes en los que no hay todavía posición adoptada. En todo caso, el objetivo de la norma es someter a los derivados a unos límites que permitan reducir los efectos que una contratación apenas regulada podría causar en los mercados como se constató en la crisis financiera todavía persistente.

En la reunión de septiembre de 2009 el Grupo de los 20 se expresaba del siguiente modo: *"Todos los contratos de derivados OTC estandarizados deben negociarse en mercados o en plataformas electrónicas de negociación y deben ser compensados a través de contrapartidas centrales para finales de 2012, como muy tarde. Los contratos de derivados OTC deben ser informados en registros. Los contratos no compensados de manera centralizada deben someterse a mayores exigencias de capital."*

En un asunto tan sensible por su alcance universal, era muy importante que se adoptasen medidas en distintos ámbitos para evitar que se produjera el llamado arbitraje regulatorio que se podría provocar al mantenerse regulaciones más flexibles. De ahí la oportunidad de que ya se haya decidido una nueva regulación en Estados Unidos, a través de la nueva Frank – Dodd Act. Tiene un ámbito de aplicación idéntico al de la propuesta de Reglamento de la UE. Contiene los mismos requisitos de carácter informativo y sobre la compensación de los contratos que se elijan para sujetarlos a formalización. También se exigen estrictos requisitos de capital y de garantías. Otro tanto de similitud se produce en la regulación de los registros de contratos y de las contrapartidas centrales.

Los aspectos más destacados de la futura norma son los siguientes:

- a) Objeto y ámbito de aplicación: se regulan los contratos de derivados negociados fuera de mercados regulados (OTC), los requisitos de funcionamiento de las contrapartidas centrales y los registros de las operaciones.

No se aplica a los Bancos Centrales y organismos públicos que gestionen la deuda pública, así como a los Bancos multilaterales de desarrollo.

- b) Compensación, información y mitigación del riesgo de los derivados OTC.

Se habrán de elegir los contratos formalizados que deben ser compensados en cámaras de contrapartida central. La elección de los contratos que se debe obligar a ser compensados por una contrapartida central se hará en función de topes mínimos y máximos, que serán autorizados por ESMA (la Autoridad Europea de Mercados de Valores), sobre la base de criterios objetivos y no discriminatorios.

Las cámaras de contrapartida central deben informar de los contratos realizados a un registro de operaciones. La Comisión UE determinará todos los detalles del sistema de registro.

- c) Autorización y supervisión de las Cámaras de Contrapartida Centrales (CCC).

La competencia para autorizar y supervisar las CCC se atribuye a las autoridades nacionales competentes. Pero dada la importancia sistémica de las CCP y la naturaleza transfronteriza de sus actividades es importante que se atribuya a ESMA (Autoridad Europea de Mercados de Valores) un papel importante en el procedimiento de autorización, en tres aspectos principales: para asegurar una aplicación común y objetiva del

Reglamento; para desarrollar proyectos de normas técnicas en determinadas áreas del Reglamento; para facilitar la adopción de acuerdos por los colegios de autoridades de diversos países; y asumir la responsabilidad para el reconocimiento de CCP de terceros países.

d) Requisitos organizativos.

Dada la obligación legal de que la CCP compense derivados OTC, se tiene que exigir una estricta estructura organizativa. Tienen que evitarse los conflictos de intereses entre propietarios, directivos, miembros compensadores y participantes indirectos. Se da gran importancia a la existencia de miembros independientes en el Consejo de Administración y al Comité de riesgos. También se somete a auditores independientes.

e) Requisitos prudenciales.

La CCP debe mitigar su riesgo de contrapartida. Por eso exige requisitos muy estrictos para ser partícipe, recursos financieros y otras garantías. Debido a su riesgo potencial sistémico, es preciso establecer normas iguales en toda la UE.

Se permite la externalización de funciones de la CCP sólo cuando no haya incidencia en la propia operativa de la CCP, manteniendo siempre un completo control de las funciones externalizadas.

También se exige una cuantía mínima de capital para tener la autorización, además de un fondo mutuo de todos los miembros de la CCP para cubrir fallidos.

Se establecen también normas de segregación y traslado de posiciones de colaterales.

f) También se establecen normas muy rígidas sobre interoperabilidad y registro de operaciones.

Son muy importantes las atribuciones de desarrollo normativos de los aspectos más técnicos del Reglamento que se hacen a la Comisión UE, con la colaboración de ESMA.

2.4. Proyecto de UNIDROIT sobre compensación financiera

Aunque se trate de un proyecto de ámbito universal, ya que tal es la naturaleza del organismo público que lo patrocina (UNIDROIT: Instituto Internacional para la unificación del Derecho privado), merece la pena que se haga una referencia al mismo porque, sin ser una iniciativa europea, llegará a tener suficiente interés para los países iberoamericanos.

Ya se ha constituido el grupo coordinador encargado de elaborar un texto borrador que será el objeto de debate del futuro instrumento cuya naturaleza está todavía por deci-

dir: La disyuntiva está entre elaborar un tratado internacional con fuerza vinculante para los Estados signatarios o bien un texto de recomendaciones.

Salvando esa cuestión fundamental, su contenido será el mismo en ambos supuestos.

El texto parte de la necesidad y la conveniencia de armonizar, a escala global, las normas jurídicas mercantiles y sobre insolvencia que protegen los acuerdos de compensación (“*netting*”) en el supuesto de insolvencia de una de las partes.

Se parte de la conclusión de que la armonización legal es necesaria teniendo en cuenta la falta de certeza legal en un considerable número de asuntos transfronterizos.

En particular, se habrán de considerar los siguientes aspectos:

- la definición de la compensación.
- el mecanismo legal que proteja la compensación en caso de insolvencia.
- las listas de partes elegibles y contratos financieros elegibles.
- requisitos formales.
- conflictos de normas.

También se ha de tratar el impacto del nuevo instrumento regulatorio en el contexto de la intervención de Bancos (asuntos tales, como las órdenes de transferencia y las moratorias).

La Unión Europea participará en el proyecto como parte contratante, además de que puedan también participar sus Estados miembros.