

Conclusiones del Estudio

Coordinadas por Francisco Garcimartín

Catedrático de Derecho Internacional Privado de la Universidad Autónoma de Madrid

1. Breve descripción del trabajo
2. Conclusiones del Título I del Estudio
3. Conclusiones del Título II del Estudio
4. Conclusiones del Título III del Estudio

I. Breve descripción del trabajo

Los conceptos de registro, compensación y liquidación hacen referencia a la fase post-contractual en los mercados de valores, esto es, a todo el conjunto de operaciones que han de llevarse a cabo desde que las órdenes de compra y venta se casan en los mercados hasta que se cumplen plenamente las obligaciones que de ahí derivan: la entrega de los valores al adquirente y el cobro del efectivo por el transmitente. El objeto de este trabajo ha sido estudiar los sistemas de registro, compensación y liquidación en Iberoamérica, tanto desde una perspectiva descriptiva como prescriptiva. A lo largo de él se describen los rasgos principales de esos sistemas, se analizan con detalle los problemas más relevantes y se hacen algunas recomendaciones para resolverlos de la manera más eficiente.

El trabajo se ha dividido en tres partes. En la primera parte se estudian los aspectos generales de toda la fase de post-contratación de los mercados de valores: esto es, el registro, la compensación y la liquidación. En esta parte prevalece una perspectiva descriptiva de las distintas soluciones adoptadas en la muestra de países cubierta por el trabajo. En la segunda parte se analizan con mayor profundidad cuatro aspectos particulares: la firmeza en los sistemas de post-contratación, el contrato de depósito y administración de valores, la gestión de riesgos operacionales y los servicios complementarios ofrecidos por las centrales de depósito. La selección obedece a la preocupación práctica que estos temas suscitaban para los miembros del grupo de expertos encargado de la elaboración de este trabajo. Por último, en la tercera parte se describen con detalle tres experiencias internacionales, la integración de mercados y depositarios centrales articulada en la experiencia del MILA, el previsible impacto de los principios IOSCO desde una perspectiva Iberoamericana y las iniciativas de la Unión Europea en este sector. La inclusión de estos tres trabajos resulta especialmente útil para hacerse una idea del camino que va a seguir la industria del registro, compensación y liquidación en el futuro más inmediato.

2. Conclusiones del Título I del Estudio

I. En relación a los **aspectos registrales**, las conclusiones más relevantes pueden resumirse así:

- **Forma de representación de los valores** (cartular o contable). La situación en los mercados iberoamericanos no es uniforme, ni muestra el mismo grado de evolución. El grado de desmaterialización varía notablemente de unos países a otros. Aunque en la mayoría se ha adoptado un sistema de representación contable, en particular cuando se trata de instrumentos de deuda pública o de valores cotizados en mercados regulados, siguen existiendo países donde se emiten títulos físicos (globales). Teniendo en cuenta esa diversidad de soluciones, parece recomendable y posible una mayor armonización orientada hacia un sistema de desmaterialización completa.
- **Llevanza del registro.** Un aspecto clave en cualquier sistema de registro es la identificación de la entidad encargada de su llevanza o gestión: el emisor, una central de depósito o intermediarios financieros. También sobre este extremo las soluciones varían significativamente. Teniendo en cuenta la evolución internacional, sería recomendable introducir un marco legal claro y sólido sobre estas cuestiones. Este marco debería arrancar de dos principios. Por un lado, en la medida en que nos encontramos ante valores cotizados, la solución más eficiente es atribuir la llevanza del registro a la central de depósito de valores. Por otro lado, esto no debe impedir la posibilidad del emisor de llevar su propio registro o de tener acceso a la identidad de sus accionistas. Por razones de transparencia y de buen gobierno corporativo, en general hay cierta tendencia a permitir que los emisores puedan tener acceso a dicha información.
- **Estructura del registro.** Inextricablemente ligado a lo anterior es la cuestión relativa a la estructura registral. En relación a ésta, se manifiestan dos opciones dominantes. En una buena parte de los países se mantiene un sistema “transparente”, en el cual en la central de depósito los valores aparecen individualizados a nombre del inversor; aunque éstos se relacionen con dicha central a través de entidades financieras que actúan como agentes. En otros países se mantiene un sistema de doble registro o escalón, donde los inversores finales tienen sus valores en una cuenta global, segregada de la propia que las entidades participantes tienen en la central de depósito. Esta diversidad de estructuras registrales no plantea graves dificultades en las situaciones puramente domésticas o internas, pero sí en los supuestos transfronterizos, en particular, en los casos de integración de sistemas de registro, compensación y liquidación. Ante las notables lagunas legales que se han detectado, deberían establecerse reglas claras y precisas sobre la integración transfronteriza de las estructuras registrales.
- **Naturaleza de los derechos de los inversores.** Por último, en relación a la naturaleza de los derechos de los inversores no se han detectado graves carencias. En prácticamente todos los países se reconoce a los titulares de valores representados por anotaciones en cuenta un derecho de propiedad sobre dichos valores, resistente en caso de concurso de su entidad intermediaria. Sí que es cierto, sin embargo, que en relación a algunos extremos puntuales serían aconsejables reformas legislativas para ofrecer un mayor grado de certeza y seguridad jurídica. En particular, en cuanto (i) al régimen de responsabilidad de los intermediarios, (ii) a las reglas de reparto en caso de déficits de valores, (iii) al ejercicio del derecho de separación en caso de concurso (iv) a la constitución y eficacia de las garantías, (v) o al ejercicio de los derechos societarios a través de los intermediarios.

En la primera parte del trabajo se han recogido los principios de política legislativa sobre los que deben descansar estas reglas.

II. En relación a la **compensación y liquidación**, las conclusiones más relevantes pueden resumirse así:

- Los principios rectores más importantes de los sistemas de compensación y liquidación están en general desarrollados, no obstante no están respaldados explícitamente por el régimen jurídico en todos los países. En concreto, el principio de entrega contra pago está implementado en prácticamente todos los países de la región, siendo dominante el modelo 2 (liquidación neta de efectivo y bruta de valores). El principio de firmeza también está desarrollado: en el caso de liquidación multilateral, para la mayoría de los países este se cumple desde el momento en que la orden es aceptada por el sistema.
- La estructura de los sistemas de compensación y liquidación es diversa en la región. En este contexto, existen casos en los que una sola entidad realiza los procesos de negociación, compensación y liquidación, en tanto en otros casos dos o tres entidades distintas realizan dichos procesos. Cabe consignar que, independientemente del número de entidades involucradas, éstas pueden pertenecer a los mismos o a distintos propietarios.
- La heterogeneidad de los sistemas se justifica en sí misma por los distintos mercados a los que sirven. En concreto, todavía se aprecia una presencia de los bancos centrales en los sistemas que sirven a los mercados de deuda. Es esta una realidad que exige un diálogo permanente de los reguladores de valores y los bancos centrales.
- Se ha impuesto con cierto peso crítico la tendencia de estructurar la compensación sobre la base de entidades de contrapartida central. Aunque excede del alcance de este trabajo, se recomienda que esta práctica se trasplante automáticamente por todos los países del área, si las condiciones de mercado y/o desarrollo lo permiten.
- Respecto a la gestión de riesgos financieros, se puede observar en la región que los sistemas tienen niveles de madurez heterogéneos. Si bien es extendido el uso de líneas de crédito, no todos los países han implementado el préstamo y la recompra de valores y no todos emplean metodologías recomendadas de cálculo de garantías como el Value at Risk en condiciones normales o estresadas. Se recomienda la implementación conjunta de los diversos mecanismos de mitigación de riesgos financieros disponibles a través de una secuencia definida (en aquellos países que aún no existen).
- La Gestión de Riesgo operacional también presenta una madurez dispar en la región. No todos los países han desarrollado unidades de gestión de riesgo y unidades de auditoría de riesgo independientes. Asimismo, puede notarse que la gestión de continuidad de negocios está en desarrollo en varios países de Iberoamérica, no obstante algunos países ya se están acercando a los principios internacionales en esta materia.

3. Conclusiones del Título II del Estudio

I. Las principales conclusiones que se han alcanzado en el trabajo sobre la **firmeza** son las siguientes:

- La firmeza es un mecanismo esencial de protección de la integridad de los sistemas de pago y de liquidación de valores frente a los riesgos que puedan impedir su liquidación o la exigibilidad jurídica de las garantías. Sin embargo, en un primer análisis, se constata que el concepto de firmeza se encuentra desdibujado en la mayoría de los países iberoamericanos sin que exista un concepto homogéneo y común que la caracterice en ese ámbito territorial.
- Cuando existen sistemas interconectados en la post-contratación de valores la determinación de la firmeza en cada uno de ellos adquiere un carácter esencial para proteger la seguridad jurídica de las operaciones de valores en cada sistema, así como para el funcionamiento integrado de los mismos. Este es un aspecto sobre el que conviene seguir trabajando en algunos países para alcanzar un marco operativo y legal sólido y seguro.
- La firmeza contractual no es un sustituto de la codificación jurídica de la firmeza. La publicación en Europa de la Directiva 1998/26/CE, de 19 de mayo, sobre firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, ha venido a homogeneizar en Europa la finalidad y los efectos jurídicos de la firmeza en la post-contratación dejando a cada sistema la determinación del momento de fijación de la misma o momento de protección jurídica de las operaciones sobre valores mobiliarios que son aceptadas por ellos. Es conveniente tomar como punto de partida este régimen normativo con el fin de lograr una mayor armonización e integración también entre los sistemas iberoamericanos.
- Al definir el marco de firmeza, resulta fundamental calibrar el alcance económico de la misma. En concreto, conviene contemplar la conveniencia de acomodar la fase de la cadena de valor en la que surge la firmeza a la naturaleza específica de cada mercado en cuestión.

II. Las principales conclusiones que se han alcanzado en el trabajo sobre el contrato de **depósito y administración de valores** son las siguientes:

- El depósito y administración de valores es una actividad con base contractual que es objeto de referencia normativa de manera prácticamente generalizada en los países iberoamericanos y que, por sus especiales características, tiene una función auxiliar o complementaria de operaciones principales del los mercados
- No obstante el contenido de cada contrato puede variar enormemente de un mercado a otro. Esto se debe, por un lado, a que la base de dicho contenido es la autonomía de

la voluntad: las partes gozan de un amplio espacio de libertad contractual para fijar sus derechos y obligaciones. Y por otro, al hecho de que un buen número de jurisdicciones se limitan a señalar únicamente un contenido mínimo del contrato, sin que vayan más allá a la hora de establecer un marco contractual de derechos y obligaciones imperativo y/o dispositivo.

- Hay que tener en cuenta, sobre todo cuando se trata de inversores minoristas, que la posibilidad real de establecer pactos con una entidad de custodia es muy remota, siendo el procedimiento habitual la contratación por adhesión a un contenido prefijado, sin intervención del cliente.
- Por tal motivo, parece oportuno avanzar en una regulación del contenido de los contratos más equilibrada y previsible, en particular mediante el desarrollo de contratos tipo, ya sea por parte del supervisor o por parte de la entidad de custodia, en cuyo caso debería ser aprobado previamente por el supervisor. En ambos casos deberían darse a conocer y estar a disposición del público en las páginas web.
- Por otra parte, aún cuando las autoridades supervisoras de los mercados de valores tienen la facultad de verificación de los contratos de depósito o custodia de valores, normalmente a posteriori, se debería incidir en la necesidad de una mayor transparencia y publicidad sobre todo de las tarifas aplicables, que deberían estar claramente fijadas con carácter general y a disposición de los inversionistas no sólo en las oficinas, sino a través de la propia web de las entidades.

III. Las principales conclusiones que se han alcanzado en el trabajo sobre **servicios complementarios** de las centrales depositarias son las siguientes:

- Las centrales depositarias son instituciones encargadas de registrar y mantener el depósito de valores, pero en la actualidad ofrecen también otros servicios complementarios. De hecho, en algunas leyes de los mercados de valores de los países iberoamericanos se contempla expresamente la posibilidad de que las centrales depositarias desarrollen servicios complementarios a su función principal.
- Uno de los servicios complementarios más mencionados es el servicio de administración de valores.
- Entre los servicios complementarios actuales que son examinados constantemente para ser mejorados y ampliados con vistas a cubrir necesidades futuras están: la desmaterialización total de los valores, el desarrollo de otros instrumentos desmaterializados; la extensión de convenios con centrales depositarias extranjeras para la oferta de servicios internacionales; e innovaciones en tecnología y sistemas de información que faciliten el acceso a ésta y mejoren la experiencia del usuario como tal.

4. Conclusiones del Título III del Estudio

En la tercera parte de este estudio, como se ha señalado, se analizan tres experiencias internacionales en el sector de la post-contratación. Se trata fundamentalmente de trabajos más descriptivos que prescriptivos por lo que no se han extraído conclusiones individuales. Su intención era ver cómo va a evolucionar la integración regional en ese ámbito. No obstante, sí que puede ser oportuno hacer dos consideraciones finales, a guisa de resumen de esa tercera parte.

- La integración regional en el sector de la post-contratación exige resolver problemas económicos, operativos y jurídicos, con el fin de asegurar que la seguridad y eficiencia en el funcionamiento de los sistemas internos no se pierde cuando se conectan con sistemas extranjeros.
- En particular, ha de garantizarse una interconexión eficiente entre las plataformas de compensación y liquidación de tal modo que proteja la firmeza transfronteriza de las órdenes y el juego de los mecanismos de gestión de los riesgos operativos, así como que ofrezca a los participantes una tutela adecuada de sus derechos e intereses. El fin último debe ser que los inversores se puedan beneficiar de la integración de los sistemas de post-contratación, pero sin merma de la seguridad y solidez de sus derechos.