

PRÓLOGO

El estudio del funcionamiento de los sistemas de registro, compensación y liquidación de las operaciones en el mercado de capitales fue, por mucho tiempo, relegado a un segundo plano. No es difícil verificar que muchos de los principales temas de la regulación de los mercados en las últimas décadas no están, de hecho, relacionados con estos sistemas, sino que se refieren mucho más a la dimensión de la negociación propiamente dicha, donde se realizan las manipulaciones y otros abusos.

El tratamiento de los temas relacionados con la infraestructura del registro, la compensación y liquidación de operaciones, por el contrario, fue considerado durante mucho tiempo un asunto típico del "back office", que incluía cuestiones más formales y de control interno, que otras discusiones más dinámicas.

Sin embargo, debido a una serie de factores, la relevancia de estos asuntos vinculados con la estabilidad, la seguridad y la certeza, ha sido mucho más evidente en los últimos tiempos. Antes del reconocimiento de los efectos de una regulación sistémica de los mercados de capitales y de la existencia de una dimensión macro-prudencial de esa regulación, un tema largamente imbuido en formalismos y en discusiones teóricas, como son los registros relacionados con la tenencia de valores, nuevamente se vuelve fundamental para los reguladores del mercado. Del mismo modo, si la regulación de los sistemas de pago y compensación de operaciones es un asunto típicamente bancario en su origen, no podemos ignorar su relación con las instituciones propias de regulación del mercado.

Para comentar esta importancia creciente, de una manera más adecuada, vale la pena hacer algunas puntualizaciones; cuando se habla de registro, compensación y liquidación de las operaciones, se está tratando de más de una dimensión. Hay aquí, de hecho, más de un tema aunque todos ellos estén interrelacionados. En este prólogo, y sin negar la relación permanente entre todos ellos, me referiré de manera diferenciada al registro de operaciones y de valores mobiliarios, por un lado, y a la compensación y liquidación de operaciones, por otro.

El registro de operaciones

Así, el primero de estos temas es el registro de las operaciones. Bajo un punto de vista más formal, este tema está directamente relacionado con la forma mediante la cual los valores son detentados, que aseguran su existencia y la existencia de los diversos derechos que les conciernan. La desmaterialización de los valores, especialmente a través de las centrales depositarias de valores (DCV), fue esencial para permitir la negociación de dichos valores en mercados organizados. Aunque, de un modo general, el tipo de derecho que se puede ejercer sobre esos activos y su forma de constitución, tienden a reflejar las diversas opciones de los sistemas jurídicos locales, inmersos en un mundo cada vez

más globalizado. De aquí que se imponga el estudio comparativo de los diferentes modelos existentes.

En el futuro, sin embargo, se puede decir que este tipo de cuestiones también están directamente relacionadas con la transparencia del mercado, y con las condiciones para el buen ejercicio de las actividades de regulación y autorregulación. En Brasil, por ejemplo, se adopta el modelo de “beneficial owner”, por el cual el cliente, propietario en última instancia del activo financiero, debe ser identificado ante el DCV. La CVM ha tenido la oportunidad, en diversas situaciones, de defender dicho modelo sustentado en que facilita las actividades de vigilancia del mercado y la realización de investigaciones en casos de indicio de irregularidades, permitiendo una gestión del riesgo más eficiente por parte de las cámaras de compensación y liquidación de operaciones, al tener una mayor capacidad para evaluar las exposiciones de sus participantes.

Por su parte, los detractores de este modelo sostienen que reduce la liquidez del mercado, y que sería más adecuado permitir que los intermediarios tengan la propiedad de los activos ante el DCV, en nombre de sus clientes - la propiedad de los clientes, en este caso se constituiría a partir de un registro en el propio intermediario. De esta manera, se flexibilizaría la utilización de los valores por parte de sus titulares, sin la necesidad de proceder a registrarlos en el depósito central, que en ocasiones pueden localizarse en otra jurisdicción.

Las diferencias entre estos dos modelos se mostraron claramente en los debates realizados en el ámbito de UNIDROIT, en la discusión de la Convención sobre los valores mobiliarios detentados por los intermediarios. La elección entre un camino u otro, no sólo está ligada a aspectos jurídico-formales, sino también a las opciones con respecto a la regulación y a la estructura del mercado. Vale la pena recordar que las opciones relacionadas con la forma de tenencia de valores, también producen otros efectos en la estructura del mercado, afectando a las condiciones de competencia entre sistemas de negociación, por ejemplo.

Por último, mencionar que en los regímenes de tenencia, la creación de gravámenes sobre los valores y sus movimientos, son una parte esencial de la estructura de soporte de los sistemas de pago. Lo cual nos lleva a los otros temas centrales de este trabajo: la compensación y liquidación de operaciones.

La compensación y liquidación de operaciones

Como se ha indicado anteriormente, también las cuestiones relacionadas con la compensación y liquidación de operaciones representan grandes desafíos en la actualidad.

Desde la década de los 90, cuando se creó el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS), se pasaron a reconocer la importancia de los sistemas de compensación

ción y liquidación de operaciones para hacer frente a los riesgos sistémicos -las clearing-houses son, después de todo, una parte esencial de la red de protección del sistema financiero-. Desde entonces, muchos países han pasado por la reorganización de sus sistemas de pago, de acuerdo con las recomendaciones de los *Core Principles for Systemically Important Payment Systems*, publicados originalmente en 2001.

En general, estas reformas también implican cambios legales a fin de crear lo que el CPSS denomina "sound legal basis". Por ejemplo, cuando se permite para la compensación de las transacciones, el denominado "netting", estas reformas afectan aspectos centrales del régimen de quiebra y a otros regímenes. Por tanto, de nuevo es relevante recordar que las diferencias entre los sistemas jurídicos de los países, también tienden a producir resultados diferentes.

Con la recomendación formulada por el G-20 en octubre de 2009, para la liquidación de los derivados OTC a través de entidades de contrapartida central, renació el debate sobre las formas más adecuadas de organización de los sistemas de pago, ahora con el desafío de que abarquen a otros mercados, bastantes peculiares, y a otros intermediarios.

La importancia del presente estudio en el ámbito del IIMV

Además de la actualidad de estas discusiones ante el carácter macro-prudencial de la regulación de los mercados desde la crisis de 2008, que por si sola justificaría la realización de este estudio, es importante destacar su importancia para los países que integran el IIMV.

Para buena parte de estos países, la progresiva adecuación y la demostración de la solidez de sus estructuras post-trading, han demostrado ser esenciales para asegurar la estabilidad y su capacidad para atraer inversiones. Del mismo modo, cualquier tipo de integración de las infraestructuras de mercado, debe pasar por el reconocimiento de la función del registro, compensación y liquidación de las operaciones y el análisis de soluciones comunes.

Teniendo en cuenta, tanto la importancia general del tema, como su utilidad para las jurisdicciones miembros, el IIMV optó por realizar el presente estudio, para lo cual contó con la ayuda inestimable de los profesionales de los distintos reguladores. Los resultados de estos esfuerzos se presentan a continuación.

Maria Helena Santana
Presidente de la CVM de Brasil
Presidente del Comité Ejecutivo de IOSCO,
Miembro del Patronato del IIMV