

LA REFORMA DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES. MODIFICACIÓN SUSTANCIAL DEL SISTEMA DE COMPENSACIÓN, LIQUIDACIÓN Y REGISTRO DE VALORES REPRESENTADOS MEDIANTE ANOTACIONES EN CUENTA

La reforma de la Ley del Mercado de Valores. Modificación sustancial del sistema de compensación, liquidación y registro de valores representados mediante anotaciones en cuenta

La Ley 32/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, anticipa y marca las líneas maestras del futuro sistema español de compensación, liquidación y registro de operaciones bursátiles, revisando sus pilares fundamentales históricos con el objeto de armonizarlo con las prácticas y estándares de nuestros vecinos europeos y prepararlo para el lanzamiento de futuros proyectos integradores (e.g., Target2-Securities). Con la Ley 32/2011 se da el pistoletazo de salida a una multitud de reformas que modificarán radicalmente los sistemas y procedimientos que desde hace dos décadas se aplican en esta materia, si bien debe recalarse que, en la actualidad, el estado de las cosas permanece prácticamente inalterado, sin que contemos tampoco con un horizonte temporal claro en el que la reforma se habrá implementado de forma efectiva.

Amendments to the Securities Market Act. Substantive reform of the clearing, settlement and registry system of securities held in book-entry form

Law 32/2011, of 4 October, which amends Law 24/1988, of 28 July, on the securities market, anticipates and sets the master plan of the future Spanish clearing, settlement and registry system of securities transactions, reviewing its historical mainstays to align it with the practices and standards of our European neighbors and prepare it for the implementation of future integration projects (e.g. Target2-Securities). Law 32/2011 is the starting signal of a set of reforms that will dramatically change the systems and procedures applied for the last two decades in this area, although it should be emphasized that, as of today, the state of affairs remains practically unaltered, and it does not provide either a clear time horizon in which the reform will be implemented effectively.

1 · INTRODUCCIÓN

El día 6 de octubre de 2011, tras un periodo de tramitación parlamentaria de apenas tres meses, se publicaba en el BOE la Ley 32/2011, de 4 de octubre (la «Ley 32/2011»), por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (la «LMV») en materia de compensación, liquidación y registro de operaciones sobre valores representados mediante anotaciones en cuenta. La Ley 32/2011 representa solo la primera piedra de una reforma de gran calado que se va a llevar a cabo en los próximos años en los sistemas, procedimientos y estándares de la operativa de poscontratación de los mercados de valores españoles, esto es, los actos posteriores a la conclusión del contrato y que se refieren a la ejecución (compensación y liquidación —entrega—) del contrato, y posterior registro de titularidades de los valores.

El breve periodo de tramitación parlamentaria de una reforma de tal envergadura se explica por la multitud de actos preparatorios que se han venido desarrollando durante los últimos años (cuyo punto de partida se puede poner en el informe conjunto de la CNMV y el Banco de España «Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones», de diciembre de 2007), analizando en profundidad el estado de la poscontratación

española, sus diferencias y semejanzas con los sistemas establecidos en nuestros vecinos europeos, identificando aquellos aspectos que, bien por haberse quedado desfasados (nuestro sistema se diseñó bajo unas premisas implícitas de mercado de volumen limitado y en situación de estabilidad —volatilidades poco elevadas—), bien por ser particularidades exclusivas del régimen español (como el sistema de *referencias de registro*), demandaban una revisión y mejora.

Con esta reforma se busca, por un lado, aumentar la competitividad y el atractivo de nuestros mercados de valores al contar con un sistema de poscontratación que sea a la vez robusto, ágil, flexible, fiable y armonizado con las prácticas internacionales, y, por otro lado, facilitar la interoperabilidad del sistema de liquidación español con los sistemas existentes en Europa a fin de permitir a nuestro depositario central de valores, la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal (más conocido por su nombre comercial «Iberclear») tomar parte en futuros proyectos integradores como es el proyecto del Eurosistema de poner en marcha una plataforma técnica que provea un servicio de liquidación de valores centralizado (Target2-Securities o T2S).

Es preciso advertir desde un principio que la Ley 32/2011 anticipa muchas y profundas reformas,

pero introduce pocas novedades que resulten de aplicación inmediata, dada la necesidad de los oportunos desarrollos reglamentarios. Tampoco marca claramente el plazo concreto en el que deberá estar implementado el nuevo sistema, a salvo de una somera referencia en la exposición de motivos al año 2014 como fecha en la que deben haberse alcanzado «los hitos principales» y que cabe vincular a la prevista implementación de la antes referida plataforma T2S (septiembre de 2014) la cual ya ha sido pospuesta para junio de 2015.

Por ello en este artículo vamos a estructurar el análisis de la Ley 32/2011 en dos bloques principales. Un primer bloque de estudio global de la reforma que está por venir y sus ejes principales; y un segundo bloque donde analizaremos las reformas concretas que la Ley 32/2011 introduce en la LMV, y que están relacionadas con el eje principal de la reforma, esto es, la interposición de una *entidad de contrapartida central* (ECC).

2 · EL NUEVO SISTEMA DE COMPENSACIÓN, LIQUIDACIÓN Y REGISTRO

La profundidad de la reforma que se avecina se explica en buena medida por las importantes particularidades del sistema de poscontratación español respecto de las prácticas seguidas por los demás países de nuestro entorno. Por este motivo, para una correcta comprensión de adónde nos quiere llevar el paquete de reformas que ya se ha comenzado a introducir, resulta oportuno recordar brevemente las principales particularidades de los procedimientos de compensación, liquidación y registro hasta ahora (y aún hoy, en la medida en que no se lleve a cabo el desarrollo reglamentario que demanda la Ley 32/2011) vigentes.

2.1 · Particularidades del sistema de compensación, liquidación y registro español

Nuestro sistema de compensación y liquidación se ha basado históricamente sobre los pilares de *firmeza en la contratación* (las operaciones devienen firmes en el momento de su contratación) y *liquidación multilateral*, complementado por un sistema de seguimiento de titularidades (exclusivo del mercado nacional) basado en las *referencias de registro* (RRs).

El punto de partida de estas particularidades se halla en la *prohibición* del Reglamento de las Bolsas

de Comercio, de 1967, *de anular operaciones*, que tiene la necesaria consecuencia de que, desde el mismo momento de su contratación (momento al que nos referiremos como «D») las *operaciones son firmes*, y toda operación contratada debe ser necesariamente liquidada mediante el sistema de entrega contra pago. No obstante, el reconocimiento de la firmeza de las operaciones desde su contratación no garantiza que no se produzcan ocasionalmente desajustes transitorios en los saldos reconocidos de valores de las entidades participantes, generándose una inflación de valores.

Dado que todas las operaciones contratadas han de ser liquidadas (*aseguramiento en la entrega*), los derechos asociados a los valores contratados se consideran transmitidos en D, sin perjuicio de que se complete el proceso de liquidación mediante la entrega contra pago, que finaliza necesariamente en D+3 (o D+4 en caso de emplearse el periodo de gracia de un día para la resolución de incidencias). La firmeza en la contratación y aseguramiento en la entrega en plazo cierto de nuestro sistema hace innecesario, y por tanto oneroso, la previsión de una cámara de contrapartida central que mitigue el riesgo de contraparte, estableciéndose en cambio un sistema de fianzas de carácter solidario aportadas por los miembros del sistema para cubrir eventuales incumplimientos en la liquidación.

Siendo la negociación multilateral, la compensación (proceso de convertir posiciones deudoras y acreedoras en una única posición) y liquidación (entrega de los valores contra pago del efectivo) de las operaciones es también necesariamente multilateral. Concretamente el sistema de liquidación previsto para la renta variable española es de *bruto valores/neto efectivo*, de manera que los valores a entregar/recibir se determinan para cada operación de forma individual, y para el efectivo se calcula una posición neta por el total a cobrar/pagar.

Visto el funcionamiento de la compensación y liquidación, resta por ver el tercer pilar sobre el que descansa el sistema de poscontratación bursátil español de renta variable, el relativo al *registro*, articulado en torno a las antes mencionadas RRs.

Las RRs son referencias numéricas que se asignan a valores concretos de renta variable en cada sesión y para cada operación. Determinan la fecha de alta y el mercado de negociación, permitiendo la identificación individualizada de cada transacción.

Su existencia se explica por la imposibilidad de anular operaciones, ya que al ser las operaciones

firμες desde su contratación, es preciso que en ese momento se pueda determinar de forma fiable los valores concretos sobre los que versa la operación. Por ello, para liquidar las ventas se requiere en todo caso la aportación de RR concretas e individualizadas (no cabe utilizar cualquier RR) que justifiquen la existencia al momento de venta de los valores objeto de transmisión.

Las RR representan una importante herramienta para la supervisión y control del ordenado funcionamiento de los mercados de valores de renta variable españoles. Entre sus ventajas cabe destacar la de permitir el control de las ventas sin cobertura (*naked short selling*, prohibidas en el mercado español por el artículo 64 del Reglamento de Bolsas de 1967 y que la CNMV interpreta como vigente, tal y como se recoge en los acuerdos de su Comité Ejecutivo de 22 de septiembre de 2008 y 27 de mayo de 2010), ya que en la medida en que la RR aportada sobre los valores vendidos tenga una fecha posterior a la fecha de contratación, la venta en corto descubierta se detectaría con rapidez y fiabilidad; el control masivo de titularidades (a efectos de OPA, participaciones significativas, etc.); o el descubrimiento de posibles abusos por entidades que empleasen valores de clientes para realizar operaciones por cuenta propia.

El sistema de RR es un sistema único y característico del registro de renta variable en España, distinto del general de llevanza de cuentas por saldos (el más extendido). La adaptación a este sistema exige a las entidades extranjeras un aprendizaje previo y disponer de procesos informáticos adaptados para cumplir con las especificaciones de Iberclear, resultando en suma en un desincentivo a posibles nuevos intermediarios a participar en la plataforma española. Por ello la Ley 32/2011 ha optado por reformar el modelo español y trasladarlo hacia un *sistema de saldos*, modelo de uso más generalizado en Europa y ya empleado por Iberclear en la plataforma CADE de registro y liquidación de renta fija, y que analizamos en detalle en la siguiente sección.

2.2 · Los ejes principales del futuro sistema de poscontratación

Los fundamentos del nuevo sistema que en su exposición de motivos anticipa la Ley 32/2011 se pueden explicar por oposición a los tres pilares de la poscontratación de valores de renta variable antes referidos.

Mediante el nuevo esquema se introducirá un *desplazamiento de la firmeza*, actualmente en la contratación, hacia el momento de la liquidación; se pasará del vigente sistema de compensación y liquidación multilateral de operaciones a un *sistema bilateral* mediante la introducción de la figura de la ECC; y se eliminará el actual mecanismo de control basado en las RR para pasar a un sistema basado exclusivamente en *saldos globales* por cada entidad participante.

El *desplazamiento de la firmeza* dará la posibilidad de, como último recurso, anular las operaciones como mecanismo para la resolución de incidencias, y así poner fin al problema de la inflación de valores antes referido.

Aunque la Ley 32/2011 no profundiza más en este aspecto, parece razonable pensar que la firmeza se fijará en un momento en el que se haya iniciado ya el ciclo de liquidación (es decir, una vez comprobada la suficiencia de saldos de valores y de efectivo y estos hayan sido bloqueados), pero previo a su conclusión. Anticiparla al momento del case parece prematuro, ya que aún se desconoce el saldo disponible, y retrasarla hasta la liquidación efectiva carece de sentido ya que en dicho momento tiene lugar la anotación y la transmisión de la propiedad, que despliega sus propios efectos.

Surge ahora la duda de cuál será, conforme al nuevo sistema, el momento en el que se entenderán transmitidos los derechos derivados de los valores contratados (recuérdese que el aseguramiento en la entrega permitía reconocer al adquirente dichos derechos desde el momento de su contratación (D), sin perjuicio de que la liquidación y entrega finalizase en D+3/D+4). La solución que se anticipa más sencilla y segura es retrasar dicho momento a la anotación efectiva en favor del nuevo titular de los valores en los registros del sistema central y de las entidades participantes. Otras alternativas serían adelantar dichos efectos al momento en que la operación adquiriera firmeza, o incluso mantenerla en la fecha de contratación (siendo la liquidación efectiva una suerte de condición suspensiva), si bien esta última solución se aventura como la menos viable dada la multitud de situaciones/operaciones en las que es preciso determinar la persona legitimada para el ejercicio de los derechos correspondientes a los accionistas de una sociedad cotizada en una fecha de corte concreta (derecho de asistencia a Juntas Generales de Accionistas, operaciones corporativas tales como aumentos de capital con derecho de preferencia o de asignación gratuita, fusiones, escisiones totales o parciales, etc.), sin que ello pueda sujetarse a la posibilidad de que

determinadas transmisiones de acciones sean revocadas por fallos en la compensación/liquidación.

El desplazamiento de la firmeza hace nacer necesariamente el riesgo de contraparte y consecuentemente el riesgo de precio por fluctuaciones en la cotización de los activos contratados.

Para atender al riesgo de contraparte, surge la figura de la ECC, y que la Ley 32/2011 establece como eje principal del nuevo sistema de compensación y liquidación de valores. Su presencia es habitual en bolsas de valores y sistemas multilaterales de negociación europeos (LCH.Clearnet y SIS-X Clear, la Cassa de Compensazione e Garanzia de la Borsa de Milán, Euroclear Bank Brussels o Xetra-CCP que presta servicios a la Bolsa de Fráncfort) y, aunque no es desconocida en España, la experiencia a este respecto es muy escasa, limitándose a MEFFRepo (antes denominada MEFFClear), entidad que actúa como Cámara de Contrapartida Central para las operaciones sobre valores de renta fija negociados en MEFF.

La ECC es una entidad que se interpone entre las partes contratantes, asumiendo los roles de *comprador para cada vendedor* y de *vendedor para cada comprador*, mediante una novación del contrato original. La ECC recibe y confirma los datos de todas las órdenes y procede a su novación inmediata e incondicionada, tras la cual las partes del contrato únicamente se relacionan con la ECC y, por lo tanto, la ejecución de la transacción se desdobra en dos operaciones separadas registradas en la ECC: una compra, en la que la ECC actúa como contrapartida del intermediario de la parte compradora; y una venta, donde la ECC actúa como contraparte del intermediario que actúa por cuenta del vendedor. La ECC gestiona de este modo de una manera centralizada y activa el riesgo de contraparte de las operaciones contratadas en mercado.

La compensación se realiza por netos de todas las posiciones de compra y de venta de valores y sus contrapartidas de efectivo para cada emisión negociada e intermediario participante, obteniéndose un movimiento neto de compra o venta por miembro para cada sesión. Seguidamente tiene lugar la liquidación bilateral a través del Depositario Central de Valores («DCV» —en España, Iberclear—) de forma similar al modelo actualmente existente en España para la renta fija, lo que facilita la agilidad y eficiencia del proceso de liquidación.

El último eje de la reforma, el relativo a los futuros sistemas de control del registro, es el que a día de hoy genera un mayor nivel de incertidumbre.

Conforme al nuevo sistema, tras la fase de compensación (intermediación de la ECC), el DCV únicamente comprueba la suficiencia de saldos de valores en las cuentas propia y global de terceros de cada participante, quedando estos bloqueados y afectos a la liquidación de la operación. Se obtiene de este modo una mayor eficiencia del sistema, pero se pierden las ventajas de las RRs para el seguimiento de titularidades y control de las operaciones. El DCV no tiene conforme a este sistema capacidad para verificar que cada cliente individual de un participante que tenga una posición neta vendedora cuente con saldo de valores suficiente para cubrir esa posición ya que el DCV únicamente tiene información sobre el saldo de la cuenta global de terceros a la hora de liquidar la posición, abriendo de este modo la posibilidad por ejemplo a la ejecución de ventas bursátiles en corto descubiertas.

Ante esto, la Ley 32/2011 señala que deberán implementarse «*mecanismos alternativos de control*», y por el momento anticipa la implantación de sistemas para la coordinación del registro central y los registros de detalle para evitar que se produzcan descuadres, si bien es de esperar que en la futura reglamentación se prevea algún tipo de control de saldos y control numérico de titularidades que cumplan las funciones que venían desarrollando las RRs (la CNMV en su documento «*Propuestas de reforma en el sistema español de compensación, liquidación y registro*», de 14 de enero de 2011, ya anticipaba una *normalización de la llevanza del registro de detalle conforme a unos requisitos y procedimientos estandarizados y bajo la supervisión del DCV*). Téngase en cuenta también que la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modificó la LMV para la transposición de MiFID, ya estableció obligaciones de comunicación diaria a la CNMV de operaciones por las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito que ejecuten operaciones (art. 59 bis LMV), lo que desde entonces permite a la CNMV ejercer sus facultades de supervisión sin necesidad de servirse de las RRs.

Por último la Ley 32/2011 señala que la culminación del proceso de reforma tendrá lugar con la unificación de los sistemas de registro para los valores de renta variable, renta fija privada y deuda pública.

3 · REFORMAS INTRODUCIDAS POR LA LEY 32/2011 EN LA LMV

La Ley 32/2011 anticipa en su exposición de motivos una reforma de gran calado del sistema de

compensación y liquidación de valores de renta variable, si bien las modificaciones efectivamente introducidas son de momento reducidas y, a salvo de las relativas al concurso de entidades encargadas del registro de valores que analizaremos a continuación, su efectividad se encuentra supeditada a un ulterior desarrollo reglamentario, para el cual la propia norma tampoco marca un horizonte temporal concreto.

Por tanto, antes de pasar al análisis pormenorizado de las modificaciones introducidas en la LMV por la Ley 32/2011, conviene anticipar que, por el momento, el *status quo* previo a la Ley 32/2011 apenas se ha visto alterado, y los actuales sistemas de compensación, liquidación y registro continuarán operando por algún tiempo del mismo modo en que lo hacían con anterioridad a su aprobación.

3.1 · El nuevo sistema de liquidación a través de la ECC

3.1.1 · Necesaria intervención de la ECC

La principal reforma que introduce la Ley 32/2011 es la inclusión de un nuevo apartado 7.º al artículo 31 bis. LMV que impone la obligación de que las operaciones sobre acciones u otros valores de renta variable equivalentes o que den derecho a adquirir acciones, negociadas de forma multilateral en mercados secundarios oficiales o sistemas multilaterales de negociación, se realicen con la necesaria intervención de una ECC.

En una primera lectura llama la atención que, siendo uno de los objetivos de la reforma la unificación de los sistemas de registro de renta variable con los de renta fija privada y deuda pública (como así disponen la exposición de motivos y la disposición final cuarta), aquí se haga mención expresa a *valores participativos* en vez de una referencia genérica a valores negociables anotados en cuenta. Igualmente desde un punto de vista sistemático sorprende que el legislador se sirva de la reforma de un artículo incardinado en el Título IV dedicado íntegramente a los *mercados secundarios oficiales* para establecer la necesaria intervención de la ECC para la liquidación de las operaciones contratadas en *sistemas multilaterales de negociación*, que cuentan con su propio título dentro de la LMV (Título XI, arts. 118 a 126).

No obstante las anteriores consideraciones de índole menor, la novedad más importante reside en la *obligatoriedad* de la intervención de la ECC. Aquí el

legislador, queriendo reformar el modelo español para adaptarlo a los esquemas europeos, se desmarca de estos últimos ya que en ninguno se establece la necesaria intervención de la ECC, sino que su utilización se basa en acuerdos entre los mercados y las citadas entidades (mismo sistema que el que ya contemplaba la LMV en relación con la posibilidad de que mercados secundarios oficiales españoles o sistemas multilaterales de negociación empleen una ECC o un sistema de compensación y liquidación de otro Estado miembro —arts. 44 quáter.1 y 125.2 LMV—).

Tampoco los trabajos preparatorios llevados a cabo hasta la fecha por la Comisión Europea (principalmente el proyecto de Reglamento Europeo sobre derivados OTC, entidades de contrapartida central y registros de información de transacciones —comúnmente conocido por el acrónimo «EMIR»—) van en la línea de imponer la obligatoria intervención de una ECC en todas las operaciones multilaterales de renta variable, que sí se prevé establecer por ejemplo en la liquidación de operaciones sobre instrumentos derivados. Es cuestionable, por tanto, la oportunidad de la medida impuesta por el legislador y cabe preguntarse si esta no tendrá como consecuencia una mayor rigidez del mercado español que le coloque en una situación de desventaja competitiva respecto de las demás jurisdicciones europeas.

En cualquier caso sí parece que está previsto dejar a la voluntad de las partes el registro de operaciones bilaterales negociadas fuera del mercado, que podrán compensarse con intervención de la ECC cuando les interese a las contrapartes y la ECC acceda a ello.

3.1.2 · Exigencias corporativas de las ECC

Las bases principales del régimen regulatorio de las futuras ECCs se contienen en la nueva redacción del artículo 44 ter. LMV.

Las ECCs deberán adoptar la forma de *sociedad anónima* (parece cerrarse la puerta de momento a la posibilidad de que presten este servicio entidades extranjeras, si bien téngase en cuenta que EMIR previsiblemente permitirá que ECCs autorizadas por un Estado Miembro puedan desarrollar sus actividades en otros Estados Miembros), ser *independientes de la Sociedad de Sistemas* (lo que choca con la previsión del artículo 44 bis.1.b) LMV que reconoce a la Sociedad de Sistemas la facultad de

prestar el servicio de compensación de valores y efectivo) y estar autorizadas por el Ministerio de Economía.

Las ECCs deberán contar con un «*capital mínimo y recursos propios adecuados*», requisitos que deberán concretarse por la vía reglamentaria, con el objeto de acreditar una suficiente solvencia financiera y capacidad de gestión de las situaciones de incumplimiento.

En lo que respecta al gobierno corporativo de las ECCs, estas deberán disponer de un consejo de administración y, en su seno, con los correspondientes comités de auditoría, de riesgos y de nombramientos y remuneraciones, y aprobar normas y establecer los procedimientos correspondientes para la gestión de situaciones de conflictos de interés. Es de esperar que haciéndose eco de las mejores prácticas seguidas por ECCs domiciliadas en otros estados miembros y de las normas que se anticipan en EMIR, en la concreción reglamentaria de estos requisitos se impongan obligaciones que garanticen que los miembros de los órganos de gestión y control de riesgos de las ECCs cuenten con acreditada experiencia en el sector y haya un número suficiente de miembros independientes. Las ECCs también deberán elaborar un Reglamento interno que regirá su funcionamiento y tendrá el carácter de norma de ordenación y disciplina del Mercado de Valores.

Las referidas exigencias se establecerán «*atendiendo a criterios de proporcionalidad en función de su nivel de actividad*», precisión que viene a recoger la preocupación de una posible concentración en las entidades que cuentan con mayores capacidades en términos de recursos propios, a fin de evitar que este proceso de revisión global provoque que aquellos miembros de menor dimensión no puedan desarrollar determinadas actividades operativas propias de los miembros compensadores y liquidadores, debiendo por tanto limitar su actividad o viéndose obligadas a especializarse exclusivamente en la función registral.

3.1.3 · Interoperabilidad entre ECCs

Uno de los fenómenos que con toda probabilidad se producirá bajo el nuevo sistema será la coexistencia de ECCs y plataformas de negociación, esto es, que varias ECCs presten servicios de contrapartida a una misma plataforma, o la otra alternativa (menos probable, al menos en el corto plazo, dada

la elevada concentración de la contratación de la renta variable española en el mercado secundario oficial), que varias plataformas compitan entre sí con ECCs propias.

La coexistencia de ECCs restará necesariamente eficiencia al sistema, ya que al dividirse los puntos de compensación, el neteo de las posiciones compradoras y vendedoras se verá reducido al alcance de cada ECC. Para evitar esos efectos es preciso articular un mecanismo que permita a un miembro obtener de la misma ECC (por la que haya optado por razones operativas, comerciales, etc.) el nivel máximo de neteo de todas sus operaciones.

La Ley 32/2011 no ha desconocido dicho fenómeno, y para ello ha previsto la posibilidad de que las ECC establezcan «*acuerdos con otras entidades residentes y no residentes, cuyas funciones sean análogas o que gestionen sistemas de compensación y liquidación de valores*», así como con «*mercados o sistemas multilaterales de negociación*» (art. 44 ter.7 LMV), remitiendo nuevamente a un ulterior desarrollo reglamentario. De este modo una ECC podrá realizar para sus participantes labores de miembro compensador de otra y viceversa, permitiendo que los participantes de cada ECC procesen sus operaciones en la ECC de la que no son miembros.

3.2 · Modificaciones relativas al concurso de entidades encargadas del registro de valores

Entre las modificaciones introducidas por la Ley 32/2011 destacan las relativas al concurso de entidades encargadas del registro de valores representados mediante anotaciones en cuenta o de entidades depositarias (nuevo artículo 12 bis. LMV), siendo esta una de las pocas modificaciones que se encuentra en vigor desde su aprobación.

Mediante esta norma el legislador busca proteger a los titulares de los valores depositados en la entidad concursada para evitar que estos pasen a integrar su masa activa. Para ello, les otorga un *derecho de separación*, que podrán ejercitar solicitando el traspaso de los valores que tengan anotados en la entidad participante concursada a otra entidad. Hubiera sido preferible que el legislador se hubiera referido a dicha facultad como un *derecho de traslado*, ya que el término empleado invita a pensar necesariamente en el derecho de retirar una participación integrada en un patrimonio común, fenómeno que no se produce en la relación entre una entidad participante con sus clientes (vemos que la LMV sí habla

de *derecho de separación* en su art. 44 bis.8 relativo a la retirada por la Sociedad de Sistemas de las garantías constituidas en caso de concurso de una entidad participante, y por el contrario, de *derecho de traslado* cuando prevé que en dicho supuesto la CNMV «podrá disponer (...) el traslado de sus registros contables de valores a otra entidad habilitada» (art. 44 bis.9)).

No obstante estas consideraciones de técnica legislativa, la verdadera novedad que introduce el nuevo artículo 12 bis. LMV es la denominada *regla de la prorrata*, prevista para dar solución al supuesto de que, en el momento de declaración del concurso, exista un descuadre negativo entre el saldo de valores anotados por la entidad participante concursada en sus registros de detalle como valores de sus clientes y los que la Sociedad de Sistemas tenga anotados como valores de terceros de dicha entidad.

Ante ese supuesto la Ley prevé como solución única que todos los titulares de los valores a los que afecta tal descuadre vean reducida en la misma proporción los valores de su titularidad, sin perjuicio del derecho a ser resarcidos pecuniariamente por el valor de la parte no satisfecha.

El legislador español acoge así la postura propuesta en los trabajos preparatorios de la Comisión Europea en relación con una futura Directiva sobre los derechos de los valores anotados en cuenta y sobre los depositarios centrales de valores (*Consultation document of the Services of the Directorate-General Internal Market and Services*), desdeñando, en atención presumiblemente al principio de la igualdad de trato entre los clientes y la búsqueda de un reparto equitativo de los perjuicios, otras posibles soluciones para la determinación de quien sea el inversor que debe sufrir la pérdida que podrían haberse planteado acudiendo a los principios registrales (prioridad, tracto sucesivo, presunción de buena fe, etc.).

Otra alternativa que la Ley podría haber previsto es permitir cuadrar el registro mediante la aportación de valores de la misma clase que la entidad concursada pueda tener en la cartera propia (o adquiriéndolos en el mercado), lo que otorgaría un carácter privilegiado a esos clientes respecto de los demás acreedores de la entidad concursada amparado por la disposición adicional segunda 2.c. de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal. En cualquier caso habrá que estar atentos a la solución que finalmente adopte el legislador comunitario en esta materia y la adecuación a ella del régimen previsto en el nuevo artículo 12 bis. LMV.

Más dudas suscita la previsión incluida en el apartado 4 del nuevo artículo 12 bis., que regula la aplicación de la regla de la prorrata a aquellos valores sobre los que «existan derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre los valores», a los que resultará de aplicación de forma idéntica, manteniéndose las referidas cargas y gravámenes sobre los valores restantes tras la distribución de pérdidas y los créditos por la parte no satisfecha.

Esta previsión, que debería dar lugar a una proliferación en todos los acuerdos de constitución de prendas sobre valores anotados en cuenta de pactos entre garante y beneficiario de sustitución de dichas prendas en los supuestos en que estas se vean reducidas por aplicación de lo previsto en el artículo 12 bis.4 LMV, viene a configurar los registros de detalle de las entidades participantes en Iberclear como una suerte de registros de segunda categoría, a los que se presupone una menor fiabilidad y por lo tanto supeditados a la información contenida en el registro de la propia Sociedad de Sistemas.

La anteposición de la regla de la prorrata a los titulares de derechos reales limitados resulta cuanto menos cuestionable desde un punto de vista de la necesaria protección que demandan la seguridad del tráfico y los derechos de terceros, y que tiene difícil acomodo en los principios de constitución y despliegue de plenos efectos jurídicos de los derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores anotados en cuenta desde el mismo momento en que se haya practicado la correspondiente anotación (arts. 10 LMV y 13 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre Representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles «RD 116/1992»), ya que mediante esta norma se están condicionando dichos efectos a la coordinación del registro de detalle de la entidad participante con el registro central. Siendo la prenda de valores una figura ampliamente extendida en el mercado español, habría sido preferible que el legislador hubiese optado por fórmulas alternativas, como por ejemplo la aplicación de la regla de la prorrata una vez hayan sido satisfechos los derechos de los titulares de tales derechos o gravámenes.

De lo que no hay duda es de que esta primacía del registro central sobre los registros de detalle produce una cierta desnaturalización jurídica de dichos registros de detalle y de las anotaciones que en ellos se practican como generadores de plenos efectos de la legitimación registral frente a terceros (art. 15 del RD 116/1992) a favor del registro de primer nivel.

En todo caso la regla de la prorrata debe considerarse exclusivamente como una solución de último recurso, aplicable únicamente en los casos en los que no es posible identificar la causa del faltante de valores.

3.3 · Nuevo régimen de la Sociedad de Sistemas

Por último nos referiremos brevemente a las modificaciones que la Ley 32/2011 introduce en el régimen de la Sociedad de Sistemas (Iberclear) (nuevos apartados 3.º, 4.º y 7.º del art. 44 bis. LMV), a la que impone requisitos de carácter corporativo semejantes a los establecidos para las ECCs (sujeción al régimen de participaciones significativas del art. 69 LMV, obligatoriedad de contar con sendos comités de auditoría, de nombramientos y remuneraciones, y de riesgos, futuro reglamento a aprobar por el Ministerio de Economía, etc.). Se establece igualmente la matización de que los requisitos de solvencia, medios técnicos, sistemas de organización, etc. que reglamentariamente se exigirán a los participantes en Iberclear se graduarán en función de su nivel de actividad.

Asimismo con vistas a la futura integración de Iberclear en proyectos paneuropeos como la plataforma de liquidación de valores T2S antes comentado, se modifica el apartado 7 del artículo 44 bis. LMV, básicamente para exigir la previa aprobación por la CNMV de aquellos acuerdos que Iberclear pueda celebrar con entidades que realicen funciones análogas.

La reforma del artículo. 44 bis.4 introduce también de soslayo al referirse al futuro desarrollo reglamentario que gobernará el funcionamiento de la Socie-

dad de Sistemas el fenómeno de la *segregación de cuentas de terceros en el registro central*, es decir, que junto con las cuentas propias y de terceros de las entidades participantes, otras entidades no participantes puedan mantener cuentas segregadas en el registro central. Estas serían cuentas transparentes para Iberclear, que tendría información permanente sobre la identidad de los titulares y sus saldos. Sin mayor información sobre su futuro régimen, surge la duda de si esta posibilidad se planteará con carácter opcional para todas las entidades que así lo deseen, o solo para determinados tipos de entidades, así como en qué medida a estas cuentas se les aplicará la regla de la prorrata antes referida. En lo que se refiere a este último punto, no parece lógico que siendo perfectamente identificable el saldo de una cuenta directamente en el registro central, se mutualicen con los demás clientes los posibles fallos en el registro de detalle, lo que, de permitirse, podría dar lugar a una huída hacia el registro de primer nivel de las posiciones de inversores institucionales, especialmente de aquellos que actúen como custodios globales de inversores no residentes, a fin de protegerse de la regla de colectivización de pérdidas.

Las anteriores modificaciones, sin ser menores, son apenas una mera anticipación de las reformas estructurales que va a sufrir la Sociedad de Sistemas. Está pendiente una profunda revisión del RD 116/1992 que actualice las normas reguladoras del registro de valores admitidos a negociación en Bolsa, revisión que deberá tener su reflejo en el reglamento de Iberclear para incluir aspectos técnicos relacionados con la liquidación de las operaciones que se compensen a través de ECCs, y desemboque probablemente en una proliferación de modificaciones de circulares e instrucciones operativas.

JAIME TARRERO MARTOS*

* Abogado del Área de Derecho Mercantil de Uría Menéndez (Madrid).