Unión de los Mercados de Capitales: la Comisión Europea trabaja en desmantelar las barreras que dificultan la post-negociación. Febrero 2018.

Como parte del Plan de Acción de la Unión de los Mercados de Capitales, la Comisión Europea (CE) lanzó el 23 agosto de 2017 una consulta pública con el objetivo de recabar opiniones acerca del estado actual de los mercados de post-negociación, las principales tendencias y retos afrontados por los proveedores y usuarios de estos servicios (como la compensación, liquidación y gestión de garantías), la existencia y escala de barreras remanentes y nuevas, los riesgos asociados a las mismas y la mejor manera de abordarlas, incluyendo el uso de tecnología financiera. El periodo de respuesta finalizó el 15 de noviembre y se espera que la CE publique próximamente la estrategia a seguir.

En 2015 la CE anunció su interés por retomar el trabajo sobre las barreras a la post-negociación iniciado por el grupo Giovannini, creado para asesorar a la CE sobre la integración financiera en la Unión Europea (UE) y la eficiencia de los mercados financieros denominados en euro, que en 2001 había identificado una serie de barreras a la post-negociación, las llamadas "*barreras Giovannini*". En 2016 se estableció un grupo de expertos independiente, el Foro Europeo de Post-Negociación (FEPN), que en mayo de 2017 publicó un informe sobre la evolución del escenario de post-negociación en Europa y el progreso en la supresión de barreras. La consulta pública recaba, entre otros, la opinión sobre parte de las conclusiones del informe y pretende identificar otras posibles barreras y buscar soluciones.

Antecedentes

Desde la identificación de las "*barreras Giovannini*" se han producido una serie de cambios normativos que han afectado al entorno de post-negociación. El Reglamento EMIR[1] ha introducido la compensación centralizada obligatoria de los contratos de derivados extrabursátiles (en inglés, *over the counter* –OTC–) estandarizados a través de entidades de contrapartida central (ECC), la notificación a registros de operaciones autorizados o reconocidos por ESMA –Autoridad Europea de Valores y Mercados– de todos los contratos de derivados que se negocien por las contrapartes financieras y no financieras, el uso de técnicas de mitigación de riesgos cuando se negocien contratos de derivados no compensados a través de una ECC, así como un régimen unificado aplicable a las ECC y los registros de operaciones. El Reglamento CSDR[2] ha aumentado la seguridad y eficiencia del servicio de liquidación, principalmente para transacciones transfronterizas. El Reglamento SFTR[3] ha incrementado la transparencia de ciertas transacciones financieras (entre otras, de la reutilización de garantías) y ayudado a los inversores a conocer mejor los riesgos.

Por otro lado, innovaciones tecnológicas como el sistema *Target2 Securities* (T2S)[4] han mejorado el entorno de post-negociación.

La Consulta Pública

La Consulta se divide en dos partes. La primera trata sobre las tendencias globales y en la UE, las nuevas tecnologías y la competencia en el entorno post-negociación y la segunda sobre las barreras que persisten para la post-negociación y busca medidas para eliminarlas.

1. La primera parte de la consulta pública consta de cinco apartados:

a) *Tendencias en el ámbito de la post-negociación*. Según el informe del FEPN en el futuro se espera: (i) una creciente automatización en todos los niveles de la cadena de custodia; (ii) nuevos desarrollos tecnológicos como un uso creciente de la Tecnología de Registro Distribuido (TRD) en la post-negociación; (iii) más emisiones transfronterizas de valores impulsadas por el derecho de los emisores, basado en el Reglamento CSDR, a usar cualquier depositario central de valores (DCV) en la UE; (iv) más negociación de acciones en centros de

negociación regulados derivada de las obligaciones de MiFIR/MiFID II[5] ; (v) mejores relaciones entre accionistas y mayores oportunidades para ejercitar sus derechos de manera transfronteriza impulsadas por la revisión de la Directiva de los Derechos de los Accionistas y (vi) un cambio de emisiones hacia los DCV que participen en la plataforma T2S. Se intenta identificar las tendencias más relevantes, cuáles van a tener más impacto en el futuro, la naturaleza de ese impacto (positivo, negativo o mixto) y si existen tendencias adicionales a las mencionadas.

b) *Desarrollos tecnológicos y sus implicaciones*. Se busca calibrar la importancia para la post-negociación de los posibles beneficios de la TRD (como ejecución de las funciones de post-negociación en tiempo real y menores costes), así como de sus posibles riesgos (como mayores costes operacionales y riesgos legales). También se piden propuestas para conseguir que la legislación en materia de post-negociación sea tecnológicamente neutral y se busca evaluar si el actual marco normativo facilita, dificulta o es neutral para los desarrollos tecnológicos.

c) *Estabilidad financiera*. Se intenta identificar qué áreas de la post-negociación son más proclives a generar riesgos sistémicos, qué los impulsa y cómo abordarlos.

d) *Dimensión internacional y competición*. Las tendencias que impulsan el desarrollo de la post-negociación a nivel internacional afectan a los mercados de la UE. A pesar de que hay áreas armonizadas, otras como la liquidación y los informes de operaciones no lo están. Se quiere identificar las principales tendencias internacionales (armonización o su ausencia y creciente importancia de las garantías en mercados financieros internacionales, entre otras), las áreas que se beneficiarían de mayor armonización internacional (compensación, liquidación, reporte de datos, herramientas y técnicas de reducción de riesgos) y qué haría a los mercados de la UE más atractivos internacionalmente (supresión de las barreras legales, de mercado, operacionales u otras medidas). Dentro de la UE se pretende identificar qué áreas se beneficiarían de mayor consolidación y cuáles de mayor competición.

e) *Estrategia futura.* Se intenta identificar cómo debería ser el mercado de post-negociación de la UE de aquí a 5 o 10 años y cuáles son los principales retos para conseguirlo (fragmentación, falta de armonización, competencia insuficiente, falta de consolidación, falta de competitividad internacional, necesidad de mayor coherencia normativa internacional o asuntos relacionados con la estabilidad financiera).

2. La segunda parte de la consulta pública trata sobre las barreras a la post-negociación:

El informe del FEPN indica que cinco de las "*barreras Giovannini*" se han desmantelado: a) la necesidad de membresía para múltiples infraestructuras; b) los impedimentos prácticos al acceso a los sistemas nacionales de compensación y liquidación; c) la ausencia de firmeza de la liquidación intradía en DCV; d) diferencias nacionales en periodos de liquidación y e) diferencias nacionales en horas operativas/plazo límite de liquidación. Otras permanecen y han surgido nuevas barreras. En total se han identificado 12 barreras y 5 asuntos que deben seguirse de cerca para que no surjan nuevas barreras (la "*lista de vigilancia*" del FEPN). Las 12 barreras identificadas son las siguientes:

Barrera 1. Procesos de acciones corporativas y juntas generales divergentes. Las acciones corporativas (dividendos, fusiones y adquisiciones, etc.) normalmente requieren la aprobación de los accionistas y la celebración de juntas generales. Las diferencias nacionales en las normas que regulan la gestión operativa resultan en mayores costes y riesgos operativos para que los accionistas ejerzan sus derechos. El FEPN la señala como una de las 5 barreras prioritarias y propone acciones de la industria, así como de la CE, para desarrollar actos de implementación de la Directiva de los Derechos de los Accionistas.

Barrera 2. Falta de convergencia y armonización en los estándares de envío de información. Las diferencias nacionales de IT e interfaces usados por los proveedores de servicios de liquidación y compensación amplían los costes y el riego de errores. Las soluciones propuestas incluyen la digitalización, armonización, interoperabilidad y estandarización. El FEPN sugiere la creación de un Grupo de trabajo, de carácter jurídico, sobre la Práctica de Mercado respecto a las obligaciones de comunicación/reporte (*reporting*).

Barrera 3. Falta de armonización y estandarización de los procesos de los fondos ETF. El mercado europeo de fondos ETF se ve restringido por obstáculos legales y un alto nivel de fragmentación, en particular en el área de post-negociación, que impiden su desarrollo. El FEPN sugiere la implementación de estándares de mercado ya existentes y un tratamiento especial de los ETF en el régimen de liquidación regulado por el Reglamento CSDR.

Barrera 4. Aplicación inconsistente de las reglas de segregación de activos para cuentas de valores.

Barrera 5. Falta de armonización de las reglas y procesos del registro de valores y la identificación de inversores. El FEPN considera que esto aumenta la complejidad y los costes en el contexto transfronterizo y provoca que los

emisores elijan DCV nacionales.

Barrera 6. Complejidad de la estructura del reporte de la información sobre la post-negociación. La falta de armonización de los requisitos del reporte de la información y de los mecanismos para aplicar estos requisitos en una base diaria incrementa los costes para las entidades que comunican, las infraestructuras y los reguladores, a la vez que aumenta la complejidad del análisis de la información. Por ello, el FEPN propone armonizar la estructura del reporte e introducir un mecanismo para cumplirlo.

Barrera 7. Aspectos sin resolver sobre los datos de referencia y los identificadores estandarizados. El FEPN propone un acuerdo internacional sobre el acceso a todos los identificadores de datos de referencia para favorecer un acceso abierto a esta información o, en su caso, a coste razonable, ya que está muy mercantilizado en el caso de los proveedores de servicios de Estados Unidos.

Barrera 8. Incertidumbre sobre la solidez legal de las técnicas de reducción de riesgos utilizadas por los intermediarios. El FEPN propone revisar la legislación europea específica.

Barrera 9. Deficiencias en la protección de los activos de los clientes como resultado de la fragmentación del marco legal europeo para la anotación en cuenta de valores. La incertidumbre legal sobre los derechos de propiedad de los clientes e inversores finales supone, por un lado, una insuficiente protección de los activos de los clientes si llega a quebrar el intermediario y, por otro, que en caso de déficit se produzcan retrasos a la hora de devolver los valores a sus propietarios. El FEPN propone armonizar la definición de derechos de propiedad y de los procedimientos de tratamiento de déficits.

Barrera 10. Limitaciones de las normas europeas sobre firmeza. El FEPN propone revisar la Directiva sobre firmeza de la liquidación ya que, entre otros aspectos, sólo atiende a un número limitado de escenarios, no aborda los mecanismos de entrega contra pago y no está lo suficientemente adaptada para la compensación centralizada.

Barrera 11. Incertidumbre legal sobre los derechos de titularidad en las anotaciones en cuenta de valores y efectos en terceras partes en la asignación de derechos.

Barrera 12. Procedimientos de recaudación de retenciones impositivas ineficientes. Los mecanismos de reembolso de impuestos para evitar la doble imposición en inversiones transfronterizas suelen ser complejos y costosos.

Las barreras 1, 2, 3, 6, 7, 8, 9 y 10 todavía no se han abordado por lo que se busca ver si su definición, alcance y las soluciones propuestas por el FEPN son adecuadas y fundadas.

En cuanto a la barrera 5, aunque las Directivas de Transparencia y de los Derechos de los Accionistas incluyen requisitos de identificación de los accionistas, los posibles desarrollos normativos deberían tener en cuenta las sinergias y contradicciones de los diferentes requisitos que se exigen en la UE. Se pretende conocer si hay evidencias sobre situaciones en las que esta barrera haya conllevado resultados no deseados.

Respecto a la barrera 12, dentro del Plan de Acción de la Unión de los Mercados de Capitales, la CE ha desarrollado un código de conducta para simplificar y hacer más eficientes los procedimientos de retenciones y reembolsos impositivos. El código no es vinculante pero proporciona una solución al problema. Adicionalmente, se buscan otras posibles soluciones.

La consulta no cubre la barrera 4 ya que los requisitos de segregación de activos se han tratado en varias Directivas y se está trabajando con ESMA para resolver las posibles inconsistencias. Asimismo, la CE ya ha realizado una consulta sobre la situación puesta de manifiesto en la barrera 11 y ha anunciado una propuesta legislativa.

Finalmente, se pretende identificar otras barreras no incluidas en el informe y saber la opinión sobre los 5 asuntos incluidos en la "*lista de vigilancia*" del FEPN: a) restricciones nacionales en la actividad de *primary dealers* y creadores de mercado; b) obstáculos a la liquidación "*entrega contra pago*" en monedas extranjeras en los DCV; c) asuntos relacionados con el crédito intra-día para apoyar la liquidación; d) movilidad insuficiente de las garantías y e) procedimientos no armonizados para la recaudación de impuestos sobre transacciones.

[1] Reglamento (UE) Nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.

[2] Reglamento (UE) Nº 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores.

[3] Reglamento (UE) Nº 2015/2365 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2015, sobre transparencia de las operaciones de financiación de valores y de reutilización.

[4] T2S es un importante proyecto de infraestructura puesto en marcha por el Eurosistema. Su objetivo es proporcionar una plataforma única paneuropea que facilite la liquidación centralizada en dinero del banco central de las operaciones de valores en euros o en otras monedas. Trata de aprovechar sinergias con otras facilidades del Eurosistema, en particular con el sistema de pagos TARGET2.

[5] Reglamento (UE) Nº 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros/Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros.

Enlaces de interés:

Consulta pública de la Comisión Europea sobre barreras a la post-negociación (incluye vínculo a las respuestas autorizadas para su publicación)