

TEMAS

# La reforma de la postcontratación de valores en España

Una aproximación jurídica

*Francisco Navarro Gancedo-Rodríguez*

■ LA LEY





TEMAS

■ LA LEY

# La reforma de la postcontratación de valores en España

Una aproximación jurídica

*Francisco Navarro Gancedo-Rodríguez*

© Francisco Navarro Gancedo-Rodríguez, 2018  
© Wolters Kluwer España, S.A.

**Wolters Kluwer**

C/ Collado Mediano, 9  
28231 Las Rozas (Madrid)  
**Tel:** 902 250 500 – Fax: 902 250 502  
**e-mail:** clientes@wolterskluwer.com  
<http://www.wolterskluwer.es>

**Primera edición:** Mayo 2018

**Depósito Legal:** M-12501-2018  
**ISBN versión impresa:** 978-84-9020-703-1  
**ISBN versión electrónica:** 978-84-9020-704-8

Diseño, Preimpresión e Impresión: Wolters Kluwer España, S.A.  
*Printed in Spain*

© **Wolters Kluwer España, S.A.** Todos los derechos reservados. A los efectos del art. 32 del Real Decreto Legislativo 1/1996, de 12 de abril, por el que se aprueba la Ley de Propiedad Intelectual, Wolters Kluwer España, S.A., se opone expresamente a cualquier utilización del contenido de esta publicación sin su expresa autorización, lo cual incluye especialmente cualquier reproducción, modificación, registro, copia, explotación, distribución, comunicación, transmisión, envío, reutilización, publicación, tratamiento o cualquier otra utilización total o parcial en cualquier modo, medio o formato de esta publicación.

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la Ley. Diríjase a **Cedro** (Centro Español de Derechos Reprográficos, [www.cedro.org](http://www.cedro.org)) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

El editor y los autores no aceptarán responsabilidades por las posibles consecuencias ocasionadas a las personas naturales o jurídicas que actúen o dejen de actuar como resultado de alguna información contenida en esta publicación.

**Nota de la Editorial:** El texto de las resoluciones judiciales contenido en las publicaciones y productos de **Wolters Kluwer España, S.A.**, es suministrado por el Centro de Documentación Judicial del Consejo General del Poder Judicial (Cendoj), excepto aquellas que puntualmente nos han sido proporcionadas por parte de los gabinetes de comunicación de los órganos judiciales colegiados. El Cendoj es el único organismo legalmente facultado para la recopilación de dichas resoluciones. El tratamiento de los datos de carácter personal contenidos en dichas resoluciones es realizado directamente por el citado organismo, desde julio de 2003, con sus propios criterios en cumplimiento de la normativa vigente sobre el particular, siendo por tanto de su exclusiva responsabilidad cualquier error o incidencia en esta materia.

# **La reforma de la postcontratación de valores en España**

**Una aproximación jurídica**

Francisco NAVARRO GANCEDO-RODRÍGUEZ  
*Abogado*



Como acabamos de señalar, las Directrices ESMA 2012 no tienen el carácter de normas jurídicas. Se trata de orientaciones a los supervisores y supervisados para su operativa en este campo, para prevenir el abuso de mercado y para orientar un hipotético expediente sancionador a ser incoado y tramitado por la autoridad competente.

Sin embargo, a partir de enero 2018, una vez que ha entrado en vigor la regulación específica de MiFID2 en el ámbito del acceso electrónico directo y de negociación electrónica, las Directrices ESMA 2012 adquieren pleno valor jurídico, en la medida en que su contenido es el que ha nutrido la regulación efectuada de este ámbito por MiFID2 y su normativa de desarrollo. Abordamos esta regulación desde dos puntos de vista: el de la entidad que ofrece a sus clientes estos servicios<sup>(294)</sup> y el de la entidad que quiera operar por cuenta propia empleando algoritmos.

En primer lugar, y como decíamos desde enero 2018, la entidad que ofrezca a sus clientes DMA, debe evaluar y revisar la idoneidad de los clientes que utilicen dicho servicio<sup>(295)</sup>, estableciendo controles de riesgo adecuados y manteniendo la responsabilidad de las negociaciones realizadas por sus clientes utilizando sus sistemas o códigos de negociación<sup>(296)</sup>. La entidad debe por tanto implantar sistemas y controles efectivos que garanticen una evaluación y revisión apropiadas de la idoneidad de los clientes a los que presta acceso electrónico directo al mercado, con la finalidad de evitar que los clientes excedan de unos umbrales preestablecidos de negociación y de crédito previamente fijados por la entidad (conforme a los criterios de su departamentos de riesgos y control interno) y supervisar adecuadamente a sus clientes y el funcionamiento de los controles que impidan que sus negociaciones generen riesgos para la entidad o creen o propicien anomalías en las condiciones de negociación o supongan abuso de mercado. Desde enero

---

o la capacidad de los clientes para responder a los compromisos financieros contraídos con la entidad), a controles previos de sus transacciones, a una vigilancia sobre sus órdenes, fijando claramente los derechos y obligaciones de las partes en el oportuno contrato sobre el servicio de «Acceso electrónico directo» y manteniendo registros sobre esta actividad durante al menos 5 años (Directrices ESMA 2012, pp. 24-26).

(294) Además de ofrecer a sus clientes acceso electrónico directo, las entidades pueden poner a disposición de los clientes algoritmos u otras aplicaciones informáticas que permitan la negociación electrónica, bien propios, o sublicenciados de proveedores informáticos externos.

(295) La evaluación de la diligencia debida de los clientes potenciales de acceso electrónico directo y la supervisión periódica de estos clientes deberán cumplir con los estándares señalados en los arts. 22 y 23 RTS DMA.

(296) § 66 MiFID2.

2018 la provisión de DMA sin la fijación y seguimiento de estos controles está prohibida<sup>(297)</sup>.

La entidad que presta DMA es responsable de garantizar que los clientes que empleen dicho servicio cumplan con las normas de conducta generales del mercado de valores<sup>(298)</sup> y con las normas del centro de negociación al respecto, supervisando las operaciones que los clientes le cursen para detectar infracciones de dichas normas o anomalías en las condiciones de negociación o que puedan suponer abuso de mercado<sup>(299)</sup>. La entidad debe celebrar un acuerdo vinculante por escrito con los clientes a los que preste el servicio de DMA, en el que se contengan los derechos y obligaciones fundamentales de la prestación del servicio y conforme al que la entidad conserve la responsabilidad por la prestación del servicio conforme a lo establecido en MiFID2<sup>(300)</sup>. Adicionalmente, las entidades que presten DMA lo deben notificar a su supervisor con respecto a cada centro de negociación donde lo presten (infraestructura a la que también deberán notificar el hecho de tal prestación), pudiendo su autoridad supervisora exigir a la entidad una descripción de los sistemas y controles que haya implementado (así como pruebas de su aplicación)<sup>(301)</sup>.

Como medida de mitigación del riesgo adicional, con la entrada en vigor de MiFID2, las empresas de servicios de inversión se dediquen a la negociación algorítmica<sup>(302)</sup> necesitan notificar su dedicación a estas actividades a los supervisores y centros de negociación donde las desarrollen<sup>(303)</sup>, por lo

(297) Art. 17.5 MiFID2.

(298) Actualmente tanto la LMV como el RD 217/2008, deben ser modificadas para acoplarse a los estándares de MiFIR y para la trasposición de MiFID2.

(299) Art. 17.5 MiFID2.

(300) Art. 17.5 MiFID2. En la práctica estos contratos constituirán anexos al contrato de intermediación conforme al cual la entidad recibe de forma ordinaria las órdenes que sus clientes le cursan para su ejecución en el mercado.

(301) Art. 17.5 MiFID2.

(302) Los requisitos organizativos generales (de personal, cumplimiento normativo, externalización y sistemas informáticos) para la negociación algorítmica se recogen en los arts. 1 a 4 del RTS DMA. Se trata en cualquier caso de requisitos exclusivamente impuestos a empresas de servicios de inversión y a entidades de crédito (art. 1.3.a MiFID2), que entendemos no son extrapolables a cualquier inversor que emplee técnicas de negociación algorítmicas.

(303) § 63 MiFID2 y art. 17.2 MiFID2 (donde se señala además que el supervisor podrá exigir a la entidad que le facilite regularmente, o a requerimiento, una descripción de sus estrategias de negociación algorítmica, con detalle de los parámetros de negociación o de los límites y controles a los que se sujete y se concreta la obligación de las entidades de conservar los registros necesarios relativos a la actividad de negociación algorítmica para permitir su supervisión, e incluyendo, cuando se trate de negociación algorítmica de alta frecuencia registros precisos y secuenciados en el tiempo de todos sus pedidos (incluyendo los cancelados, órdenes ejecutadas y cotizaciones en centros de negociación).



que la entidad que emplee técnicas de negociación algorítmica debe implantar sistemas y controles de riesgo adecuados a sus actividades y efectivos para garantizar que sus sistemas de negociación sean resistentes (incluyendo garantías de la continuidad de las operaciones), tengan suficiente capacidad, se ajusten a los umbrales y límites apropiados y limiten o impidan el envío de órdenes erróneas o la posibilidad de que los sistemas funcionen de modo que puedan crear o propiciar anomalías en las condiciones de negociación o alguna conducta que constituya abuso de mercado<sup>(304)</sup>.

Cuando la empresa de servicios de inversión se dedique a la negociación algorítmica para aplicar una estrategia de creación de mercado<sup>(305)</sup>, en función de la liquidez, escala y naturaleza del mercado específico y del instrumento negociado debe<sup>(306)</sup>:

— Llevar a cabo la actividad de creación de mercado de manera continuada durante una proporción determinada del horario del centro de negociación, de forma que aporte liquidez de forma regular y previsible al centro de negociación.

— Suscribir un contrato con el centro de negociación donde se concreten, como mínimo, sus obligaciones de continuidad<sup>(307)</sup>.

— Contar con sistemas y controles efectivos que garanticen lo anterior.

---

(304) Art. 17.1 MiFID2.

En el RTS DMA se recogen las pruebas de resiliencia que los sistemas de las entidades deben cumplir en este ámbito (arts. 5 a 11) así como los sistemas de vigilancia para la detección de manipulación de mercado y los controles de pre y post negociación que las entidades deben establecer (arts. 13 y 15 a 17 respectivamente).

(305) Se está en presencia de una estrategia de creación de mercado cuando la entidad negocia, por cuenta propia, su estrategia, como miembro o participante en uno o varios centros de negociación, incluye el anuncio simultáneo de cotizaciones firmes de compra y venta de magnitud comparable y a precios competitivos en relación con uno o varios instrumentos financieros en uno o varios centros de negociación, proporcionando así liquidez al mercado con regularidad y frecuencia (art. 17.4 MiFID2).

Los requisitos relativos a acuerdos y planes de creación de mercado se han recogido en el Reglamento Delegado (UE) 201/578 de la Comisión de 13 junio 2016 por el que se completa MiFID2.

(306) Art. 17.3 MiFID2.

(307) Se tratará de contratos que la entidad deberá firmar por ejemplo cuando desempeñe la función de especialista en el segmento de contratación bursátil de warrants o en el segmento SEND de AIAF Mercado de Renta Fija, siempre y cuando en tal actividad utilice algoritmos y el centro de negociación respectivo así lo haya dispuesto. El contrato de entidad de liquidez anexo a la Circular 2/2007, de 19 diciembre, de CNMV sobre los contratos de liquidez a los efectos de su aceptación como práctica de mercado, no señala nada sobre el uso de algoritmos, por lo que dado lo reciente de su renovación como práctica de mercado aceptada por ESMA en el ámbito de abuso de mercado, entendemos que no es necesario añadir nada más en términos de continuidad o uso de algoritmos.

La entidad cuyos clientes empleen técnicas de negociación algorítmica, debe comprobar que tales clientes cuentan con la debida autorización para emplear tales métodos de negociación algorítmica y, entendemos implementar los sistemas y controles adecuados ex MiFID2, sin que esta normativa ni su desarrollo hayan fijado sistemas y controles diferenciados a los que la entidad debe tener en vigor para clientes a los que presta DMA para aquellos clientes a los que además de prestarle DMA le conste negocien mediante algoritmos.

MiFID2 encomienda también a los centros de negociación la regulación de los sistemas y controles necesarios para que el DMA y la negociación algorítmica no causen perturbaciones en el mercado o sean utilizadas con fines abusivos<sup>(308)</sup>. Por lo cual los miembros negociadores que presten DMA y las entidades que empleen técnicas de negociación algorítmicas, deben estar pendientes de los reglamentos de estas infraestructuras para cumplir con los requisitos específicos que dispongan a tales efectos<sup>(309)</sup>.

## 5. LA NUEVA FASE DE COMPENSACIÓN

### 5.1. La nueva fase de compensación

La compensación es el término que más veces se emplea y menos se comprende realmente en la prestación de servicios de postcontratación<sup>(310)</sup>, por lo que creemos que no está de más comenzar señalando sintéticamente que la compensación no es otra cosa que la «conversión» de una serie de obligaciones y créditos en una sola obligación o crédito exigible<sup>(311)</sup>, distinguiendo seguidamente entre la compensación como el proceso de convertir posiciones deudoras y acreedoras en una sola posición de la liquidación como el proceso que trata de la entrega de los valores y efectivos resultado de tal conversión<sup>(312)</sup>.

En el ámbito de la ECC la compensación es por tanto la creación de una única obligación jurídica que abarca todas las obligaciones de pago y derechos de cobro de efectivo o las obligaciones de entrega y derechos a la recepción de valores fungibles derivadas de las transacciones registradas en

---

(308) § 64 y 66 MiFID2 y RTS DMA.

(309) Artículos 9 a 12 del Real Decreto-Ley 21/2017, de 29 diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores.

(310) TURING, «Clearing...», p. 6.

(311) SANTILLÁN, «La estructura...», p. 5272.

(312) TARRERO, «La Reforma...», p. 71.





La postcontratación de valores abarca desde el momento en que los términos de una compraventa de valores son acordados en un centro de negociación hasta que los valores negociables son entregados y pagado su precio, e involucra, además de al comprador y al vendedor y a sus intermediarios financieros respectivos, a distintas infraestructuras de mercado.

En los últimos once años hemos asistido en nuestro país a una intensa transformación de tales procesos. La obra que el lector tiene ante sí analiza las novedades jurídicas fruto de esta renovación tales como las derivadas de la interposición de la entidad de contrapartida central y la compensación de valores y efectivos, el acortamiento del ciclo de liquidación, el final del principio de aseguramiento de la entrega y el paso a un sistema de registro contable y de liquidación de valores por saldos.

Este trabajo aborda esta mutación, prestando atención a cómo ha variado la posición jurídica de entidades y clientes en cada una de las fases de negociación, compensación y liquidación-registro contable de valores. Se resaltan los cambios principales en las relaciones jurídicas tras el proceso reformador, analizando, entre otros, el incumplimiento y concurso de entidades y clientes, la exigencia de garantías y penalizaciones por las entidades a sus clientes, la estructura de cuentas en las distintas fases y los deberes de información de aquéllas frente a éstos.

El resultado es una visión jurídica práctica y de conjunto de estos procesos en la actualidad, visión fruto de una labor de síntesis y asimilación de la motorización normativa europea.

