



Desafíos de la Post-Contratación Jornada BME - Kreab

RODRIGO BUENAVENTURA, PRESIDENTE DE LA CNMV
30 de junio de 2022

Buenos días a todos.

Es para mi una satisfacción poder estar nuevamente en el Palacio de la Bolsa asistiendo a esta Jornada que organizan BME y Kreab.

La postcontratación es para algunos (no para quienes están hoy aquí) un mundo oscuro, técnico e inaprehensible incluso para financieros experimentados. Y, sin embargo, es probablemente uno de los factores que determinan el devenir de nuestros sistemas financieros.

Me gustaría compartir algunas reflexiones sobre algunas tendencias que están cambiando la estructura del mercado de las entidades de contrapartida central y de los depositarios centrales de valores.

Una primera tendencia es la ligada a la consolidación e integración del sector en la UE. La centralización de la compensación ha estado muy influida por los beneficios de la concentración de posiciones en unas pocas cámaras para las entidades más activas.. Este efecto se ha percibido con mayor claridad en el segmento de derivados, pero también se aprecia en el de acciones y renta fija. Es posible que en la UE no necesitemos 14 CCPs y 29 CSDs, si el mercado se va integrando de modo creciente. Esa posible consolidación será sin duda un factor relevante a observar en los próximos años.

El otro elemento transformador, ligado de algún modo al primero, es el Brexit. En este sentido, ESMA está siendo muy activa asesorando a los legisladores europeos sobre el mejor modo de combinar dos objetivos contrapuestos: contar con una capacidad autónoma competitiva en la UE de servicios de post-contratación, versus facilitar que los participantes europeos puedan acceder a las infraestructuras globales más eficientes, aunque se sitúen fuera de la UE.

Y, hablando de ESMA, creo que es justo y necesario reconocer el papel que ha jugado ESMA y los colegios de CCPs en la convergencia de la supervisión de infraestructuras de contratación y especialmente de CCPs. Gracias al papel de ESMA, el modo en que supervisamos la CCP española y, por poner un ejemplo, la alemana, es hoy

extraordinariamente similar. La forma en que los parámetros de márgenes o los stress tests se llevan a cabo ha venido convergiendo de modo continuo gracias al sistema de colegios y al arranque del CCP-SC de ESMA.

La segunda de las tendencias es el impacto de la tecnología en el ámbito de la postcontratación y la capacidad de esta tecnología para modificar la propia estructura del mercado.

Y en ese sentido me gustaría identificar dos cuestiones: blockchain y desintermediación.

El desarrollo del blockchain puede hacer que la adquisición de un instrumento financiero emitido bajo este protocolo y su liquidación, se lleven a cabo de forma simultánea. Esta tecnología elimina la necesidad de compensación. Los efectos derivados de esta innovación sobre la competitividad del sector, sobre la reducción de tiempos y costes son claros, pero tampoco debemos dejar al margen los riesgos que toda nueva tecnología incorpora y una adecuada calibración de los mismos.

Para ello, la Comisión Europea ha propuesto un régimen piloto sobre infraestructuras de mercado basadas en tecnología DLT, que establece un régimen de exenciones regulatorias que permitirá su funcionamiento durante un periodo inicial, y que, en función de los beneficios observados, sirve para establecer un marco regulatorio definitivo.

El régimen piloto permitirá analizar cómo una infraestructura realiza las funciones de negociación, liquidación y registro de una forma única y cohesionada (los denominados DLT Trading and Settlement Systems) frente a la forma tradicional de fases separadas.

La tecnología DLT puede que marque el futuro en el ámbito de la compensación y registro de las operaciones y desde la CNMV valoramos la iniciativa que puede situar a Europa en una posición relevante en este ámbito. En el mes de febrero ESMA emitió una consulta pública sobre la manera de implementar en la práctica el régimen piloto, cuyos comentarios y sugerencias se están analizando y darán lugar a los actos normativos (RTS y directrices) que determinarán la configuración final del régimen piloto.

Pero el DLT no es el único modo en el que la tecnología puede impactar en las actividades de post-contratación. La desintermediación sin uso de blockchain también está subvirtiendo el orden tradicional de las cosas.

La destintermediación apela a la idea de contacto directo entre comprador y vendedor, pero no sólo en contado, sino especialmente en derivados. Esto tiene consecuencias importantes en la compensación y liquidación. Algunos modelos, como el planteado por la plataforma estadounidense FTX, abogan por prescindir de la figura del miembro compensador, como tradicional fuente de solidez del sistema. En su lugar, se concibe

un sistema en el que los participantes serían miembros directos del mercado. Para responder de los riesgos de contrapartida, se concibe un sistema de márgenes en tiempo cuasi-real, de modo que los márgenes puedan reponerse cada pocos segundos y las posiciones que no lo hagan y queden infracolateralizadas en cualquier momento, sean objeto de liquidación parcial inmediata.

En cierto modo, la idea es sustituir solvencia del miembro compensador por rapidez en el ajuste de la posición. Y creo que es digna de análisis, porque viene a plantear que en el mundo actual, sostener el riesgo de mercado durante 15 horas es irracional si éste puede ajustarse cada 30 segundos, especialmente si vamos a mercados con vocación 24/7. Lo que vienen a decir quienes plantean estos modelos es que estamos gestionando riesgos con una aproximación antigua, donde las unidades de tiempo se miden en horas o en días, en lugar de en segundos, y donde las decisiones no están suficientemente automatizadas.

Obviamente, la propuesta es disruptiva. Trata de seducir a los legisladores y reguladores con la idea de un acceso más universal, más barato, más directo y menos dependiente de la salud de los bancos compensadores. Para los supervisores de valores, que tenemos la idea de la desintermediación embebida en nuestro ADN, se trata de un debate muy interesante.

Esta propuesta, por supuesto, no está exenta de riesgos y dificultades. El primero es la prociclicidad que pueden producir tendencias de mercado abruptas que aceleren el cierre de posiciones masivo y se retroalimenten, con posibles efectos sistémicos. El segundo es la liquidez del mercado y la disponibilidad de proveedores de liquidez, que permitan liquidar las posiciones sin generar impactos excesivos en precio. El tercero es la idea de descansar en automatismos, lo cual en situaciones ordinarias puede ser perfectamente factible, en lugar de en decisiones humanas expertas, lo cual en momentos extraordinarios puede ser preferible.

Pero, sea cual sea el veredicto final, lo que es palpable es que se aproximan grandes transformaciones, lo cual hace nuestro trabajo ilusionante y estimulante.

Antes de terminar, me gustaría referirme brevemente a la reforma de la postcontratación en España, que se ha venido abordando en la última década y media.

Para quienes conocimos la liquidación hace 15 años, antes de T2S, de la existencia de una cámara para acciones o de la eliminación de las RR, esta actividad ha cambiado mucho. La CNMV ha tratado de ir acompañando al sector en el acercamiento del contexto español a las prácticas internacionales dominantes. Eso no significa que lo nuestro sea peor o mejor, sino que en mercados cada vez más integrados, las especificidades nacionales pueden suponer obstáculos para el atractivo del mercado.

Dentro de ese camino, destaca actualmente el trabajo relacionado con el sistema denominado PTI en su adaptación ante su próxima derogación prevista en la Ley del Mercado de Valores y por lo tanto la desaparición de su carácter obligatorio.

El establecimiento del PTI es anterior a la entrada en vigor de numerosa normativa europea en el ámbito de los mercados y de la post-contratación. Los objetivos que se perseguían con su introducción en la LMV se logran en estos momentos con la normativa armonizada de la Unión Europea y por lo tanto su utilización por la CNMV en tareas de supervisión de abuso de mercado es actualmente marginal.

En el mercado español, las obligaciones que se imponen a distintos tipos de participantes se encuentran a veces duplicadas, cuando no son discrepantes con las europeas (régimen de reporte de transacciones de MiFIR y de disciplina en la liquidación de CSDR), lo que supone singularidades innecesarias en el procedimiento de contratación y liquidación.

Además, el sistema de información PTI puede desincentivar que entidades de contrapartida central de otros países puedan compensar la negociación de acciones españolas, y que entidades participantes no residentes ofrezcan servicios de liquidación y custodia en España.

Además, la complejidad operativa derivada del PTI puede ocasionar, en determinadas circunstancias, tasas de fallidos superiores a la media en la liquidación de operaciones bilaterales de renta variable.

Por todo ello, creo que el trabajo que están realizando Iberclear, las entidades participantes y las restantes incluidas en el ciclo de post-contratación, de adaptación de los procedimientos actuales a la desaparición de la obligación legal del PTI, es muy positivo para el sector. No solo al de post-contratación, sino al de negociación en las bolsas de BME. En ese sentido, quiero agradecer a Iberclear y las entidades participantes ese trabajo. En la medida en que haga el mercado español más eficiente y más atractivo, habremos logrado nuestro objetivo.

Concluyo. La actividad de post-trading tendrá que ser capaz de adaptarse a los nuevos desafíos en ciernes. La unión provocada por el desarrollo de nuevas tecnologías o enfoques disruptivos, las iniciativas regulatorias en marcha y la posible consolidación configuran un sector muy distinto en los próximos años.

Nuestro reto es saber adaptarnos con eficiencia, seguir contribuyendo al desarrollo de nuestros mercados y asegurando en todo momento la confianza del inversor en su funcionamiento.

Muchas gracias