

LA REFORMA DE LA LLEI 8/2013, DEL 9 DE MAIG, SOBRE ELS REQUISITS ORGANITZATIUS I LES CONDICIONS DE FUNCIONAMENT DE LES ENTITATS OPERATIVES DEL SISTEMA FINANCER, LA PROTECCIÓ DE L'INVERSOR, L'ABÚS DE MERCAT I ELS ACORDS DE GARANTIA FINANCERA.

La Llei 8/2013, del 9 de maig, és considerada generalment la clau de volta de la legislació bancària andorrana atès que cobreix els requisits organitzatius i les condicions de funcionament de les entitats operatives del sistema financer, la protecció de l'inversor, l'abús de mercat i els acords de garantia financera. Així mateix, la Llei ha estat una de les vies destacades a través de les quals el dret andorrà ha anat aproximant-se a la normativa bancària i del mercat de valors europea, d'acord amb els compromisos assumits pel Principat en l'Acord Monetari, l'Annex del qual es va modificant anualment.

Amb la recent publicació de l'informe de la Ponència de la Comissió Legislativa de Finances i Pressupost (Butlletí del Consell General, núm. 133/2022, de 31 d'octubre del 2022), s'ha donat a conèixer el que serà el text final de la propera reforma de la Llei 8/2013. Es completa així el procés iniciat el propassat 11 de maig, quan el Consell General va fer públic un projecte de llei per harmonitzar la Llei 8/2013 amb el Reglament (UE) 648/2012, de 4 de juliol (EMIR), el Reglament (UE) 2015/2365 de 25 de novembre (SFTR) i el Reglament (UE) 2016/1011 de 8 de juny (BMR). Atès l'abast tan pregon de les innovacions a adoptar, el projecte també modifica la Llei 10/2008, de 12 de juny, de regulació dels organismes d'inversió col·lectiva andorrans i, en especial, es disposa que el fullet complet i el fullet simplificat d'aquests organismes i els seus informes periòdics informin sobre les operacions de finançament de valors i sobre les permutes de rendiment total, així com sobre l'ús d'índexs de referència. Finalment, es modifica la Llei del règim disciplinari del sistema financer, de 27 de novembre de 1997, per a adaptar el règim de infraccions i sancions a les novetats introduïdes respecte de l'ús de índexs de referència.

El canvi projectat és especialment rellevant atesa la implicació del sistema financer andorrà en les finances internacionals i esperonarà a les entitats andorranes a adoptar les pràctiques de negoci usuals entre els grups financers europeus. En efecte, les matèries a dalt esmentades han merescut una atenció molt especial en les principals places financeres durant els darrers anys fins a esdevenir elements característics d'aquesta branca d'activitat. Amb tot, la

promulgació d'una normativa pròpia en matèries com el mercat de valors o el dret internacional privat és ara mateix una necessitat urgent. El nostre propòsit en aquesta nota d'actualitat és exposar la significació de les esmenes que, en no pocs casos, passa fàcilment desapercibuda. Així mateix, prestarem també atenció als problemes que poden sorgir arran de l'adopció de terminologia jurídica i econòmica anglosaxona, la qual cosa és d'interès per mantenir la coherència del projecte no només amb la resta de l'ordenament jurídic andorrà, sinó també per assegurar que s'alineï amb la pràctica legal als països de Dret Civil.

1. Qüestions terminològiques.

Els textos comunitaris en matèria financera, tot i que publicats en la totalitat de les llengües oficials de la Unió Europea, incorporen constantment terminologia jurídica i financera anglosaxona, ja que aquests són els estàndards més difosos en la pràctica internacional. Aquesta tendència és inevitable, i fins i tot d'utilitat, però exigeix en primer lloc un esforç per garantir que els textos legals andorrans no incorporin usos o conceptes jurídics del "Common Law" totalment fora de context. Un clar exemple de tot això el tenim en casos com els següents: subscripció de contractes en comptes de celebració de contractes, rescissió de contractes en comptes de resolució o de venciment anticipat dels contractes, finalització de contractes en comptes d'extinció, contractes de derivats en comptes de simplement derivats. Aquests errors són evidents i haurien de ser evitats, tot i que altres qüestions són molt més subtils. Així podem constatar com el projecte de llei fa servir el terme novació respecte dels derivats sense reparar en què de fet es refereix a derivats cedits o transmesos. Car que en dret anglès no és possible cedir els contractes a causa del caràcter personal de les obligacions contractuals, a la pràctica es procedeix a la seva transmissió via novació: s'extingeix el contracte original i se celebra una nova operació idèntica a l'anterior on una de les parts ha estat substituïda per una altra persona. Obvi és dir que, en altres ordenaments jurídics, no existeix aquesta limitació legal, la qual cosa comportaria que amb l'actual proposta les transmissions instrumentades via cessió quedessin fora de la norma. Finalment, la proposta de redactat per al nou art 15bis.5 de la Llei 8/2013 es refereix a la frustració dels contractes, és a dir, a una doctrina jurisprudencial anglesa inexistent a l'Europa continental.

Juntament amb l'anterior, el projecte incorpora terminologia financera certament estranya, tot i que usada en força jurisdiccions. Un bon exemple d'això és l'ús del mot "extrabursàtil".

Encara que aquesta expressió es correspon amb el significat del terme "over-the-counter", el cert és que a la pràctica internacional, com es fa a la versió anglesa d'EMIR, s'usa el terme "OTC" i els contractes en qüestió es denominen "derivats OTC". Sense més precisions, fins i tot si es tanquen en centres de negociació o es compensen en una CCP (com LCH o Eurex). També resulten confusos, en matèria d'índexs de referència, els termes "tipus deutor" i "interval", malgrat haver estat emprats en altres jurisdiccions, quan de fet estem parlant de "tipus d'interès" i de "diferencial", termes que sí que són ben coneguts i entesos a la pràctica. També és confús el terme "possibilitat de descobert" a què es refereix el nou art. 2.53, car que de fet es refereix simplement als finançaments al consum i als immobiliaris, com fa la BMR en aquesta matèria.

Certament es tracta de qüestions terminològiques. En principi, per tant, menors. Però no està de més recordar les restriccions a què s'ha sotmès el "close-out netting" en la jurisprudència del Tribunal Suprem espanyol partint de la incorrecta, però prou difosa, traducció d'aquest terme com "acord de compensació contractual". Això va comportar que es descartés la seva naturalesa novatòria, de manera que es va negar que pogués actuar respecte d'una única operació. La confusió resultant no només va ser notable, sinó fins i tot d'abast internacional. N'hi ha prou amb recordar que la recent legislació malaia sobre el particular es va veure obligada a recalcar que també procedia el "close-out netting" fins i tot en cas d'existir una única operació.

2. Adaptació a la BMR.

La BMR fou la resposta de la Unió Europea als escàndols relatius als intents de manipulació de l'EURIBOR i del LIBOR. Una resposta clarament intervencionista (doncs els administradors europeus d'índexs de referència van quedar sotmesos a una regulació força exigent i l'ús d'índexs de referència requereix la seva inscripció prèvia en el registre d'Administradors i Índexs de Referència d'ESMA) liderada per la Unió i el seguiment de la qual en altres jurisdiccions està encara per veure. Per això l'article 51.5 de la versió vigent de la BMR permet seguir emprant índexs de tercers Estats fins al 31 de desembre de 2023, data que també caldria traslladar a Andorra. A més, seria convenient recepcionar totes les excepcions que ja preveu la BMR al seu propi àmbit d'aplicació material, i no només la relativa als índexs de

referència publicats per bancs centrals i altres organismes públics. Per tant, caldria excloure també els preus únics de referència dels instruments financers (com les cotitzacions borsàries) i determinats índexs de referència sobre matèries primeres. Amb tot, cal recordar que la Unió Europea encara ha d'adoptar una decisió sobre els índexs de tipus de canvi i que en l'actualitat està treballant en una reforma de la BMR que podria modificar el règim dels índexs de referència de tercers Estats. Per evitar la contínua actualització de la Llei 8/2013, la norma andorrana es podria remetre a l'europea o facultar-se al Consell General per adoptar els reglaments oportuns, com es fa en altres parts del projecte. Altrament la Llei 8/2013 haurà de ser objecte d'una important reforma en l'esdevenidor proper.

Així mateix, sembla existir certa confusió sobre els instruments i els contractes financers als quals s'aplica la norma. Pel que fa als primers, el concepte d'instrument financer inclou tant el valors negociables, com els derivats OTC, malgrat ser la naturalesa jurídica dels darrers clarament contractual. Però, en tot cas, s'exigeix que es tracti d'instruments líquids, és a dir, admesos (o almenys, l'admissió dels quals s'hagi sol·licitat) en un centre de negociació o oferts per un internalitzador sistemàtic, d'acord amb l'art. 3.1.16 de la BMR. L'absència d'aquesta precisió és important, ja que els instruments financers que no gaudeixen de liquiditat difícilment poden emparar-se a la BMR per raó de les seves característiques inherents. Pel que fa als contractes financers, ja hem advertit l'error en què el projecte ha incorregut en referir-se als contractes de finançament immobiliari (definites en l'art. 4.3 de la Directiva 2014/17/UE).

Per la seva banda, el nou art. 15ter consagra un règim legal per a la designació d'índexs de referència substitutius en línia amb el previst en els art. 23.a, 23.b i 23.c de la BMR. Tanmateix, l'art. 23.a.(b) de la BMR no es limita als contractes financers, com sí fa l'article 15. 1.(b) proposat, sinó que abasta tot contracte sotmès a un dret que no prevegi cap substitutiu i les parts del qual resideixin a la Unió Europea. La proposta actual impediria aplicar l'art. 15ter.1.(b) proposat als instruments financers de naturalesa contractual, com els derivats OTC, la qual cosa no té cap sentit, ni s'empara en la BMR. A més, resulta estrany el redactat proposat, perquè estrictament es refereix a contractes interns (ambdues parts han de residir exclusivament a Andorra) sotmesos a un dret estranger (la qual cosa no serà habitual en aquests contractes que són clarament interns, però sí dintre de la UE).

No acaben aquí els problemes. La proposta de nou art. 15ter.6. és totalment lògica per raons de seguretat jurídica i està en línia amb la BMR: els substitutius pactats per les parts han de prevaler sobre els legals. Però seria més clar limitar-se a enunciar el següent: "La designació d'un índex substitutiu no impedirà que les parts d'un contracte financer o d'un derivat OTC o la majoria de les persones afectades, en el cas dels instruments financers negociables, designin com substitutiu un índex de referència diferent o apliquin condicions diferents, ja sia amb anterioritat o amb posterioritat a l'entrada en vigor prevista al reglament tècnic de regulació de la substitució de l'índex de referència previst en l'apartat 3". Tampoc no es diu res sobre el contingut d'aquests reglaments, el contingut tècnic dels quals no és gens senzill.

Finalment, podem advertir com el nou art. 15bis.2 permet a les entitats andorranes l'ús d'índexs de referència substitutius, com no podia ser d'una altra manera. El redactat és totalment correcte, però no té en compte que l'art. 21 de la BMR també preveu l'administració forçosa dels índexs de referència crítics (un concepte absent al projecte), la qual cosa de fet ja ha esdevingut a la pràctica, amb els problemes interpretatius corresponents. En efecte, el Regne Unit, per evitar els problemes lligats a la desaparició del LIBOR respecte de la lliura esterlina i del ien japonès, va obligar a l'administrador d'aquest índex a calcular i publicar un índex sintètic durant un any, sense perjudici d'eventuals pròrrogues. En conseqüència, seria convenient autoritzar l'ús d'aquests índexs sintètics també a les entitats andorranes, ni que sigui amb caràcter temporal. Aquestes dificultats, en certa manera, s'han agreujat arran de l'esmena aprovada al projecte en aquesta matèria, car que ara no s'estableix un període mínim per a adaptar els contractes previs a la reforma.

3. Adaptació a SFTR.

Pel que fa a l'adaptació a la SFTR, dos són els aspectes de rellevància: l'establiment d'un règim de notificació d'operacions i la imposició d'un deure d'informació sobre els riscos lligats a la reutilització de les garanties financeres. La primera de les qüestions no s'allunya en allò fonamental del model europeu, tret del fet que, en comptes de recórrer als serveis de repositoris d'operacions, les notificacions s'han d'adreçar a l'AFA. Està per veure la incidència d'aquesta elecció en la disseminació de la informació a obtenir en base a aquestes noves

obligacions de transparència, però certament és d'interès per controlar l'activitat financera a l'ombra.

Tot i que perfectament correcte, resulta difícil d'entendre la tècnica seguida en la segona d'aquestes matèries. Per reutilització, com s'exposa en el mateix projecte, s'entén l'ús dels actius subjectes a una garantia financera constituïda bé mitjançant penyora amb dret a utilització (figura ja prevista en l'art. 60 de la Llei 8/2013), bé mitjançant el traspàs de propietat. Tanmateix, més discutible resulta que es dediqui un article diferent a cadascuna d'aquestes modalitats de garantia financera amb un contingut pràcticament idèntic. A més, convé recordar que hagués estat de gran utilitat legislar sobre els efectes de l'incompliment d'aquests deures d'informació. Aquesta llacuna ja és present en el SFTR, però en aquest marc és acceptable, ja que la regulació de les garanties financeres correspon a les lleis estatals que van implementar la directiva de garanties financeres. En el cas de la Llei 8/2013, els requisits per a la perfecció d'aquesta mena de garanties es contenen en els art. 55 i 57 que, d'aprovar-se la reforma en els termes actuals, seguiran sense dir res al respecte dels deures d'informació introduïts en els nous art. 81 i 81bis. En aquesta direcció, cal recordar que en dret andorrà tampoc es limita l'atorgament de garanties financeres basades en el traspàs de propietat per part d'inversors minoristes diferents de les persones físiques.

4. Adaptació a EMIR.

Aquesta darrera adaptació, tot i que no és completa, permet estendre al Principat els aspectes fonamentals d'EMIR. Ens referim a les matèries següents: (i) la compensació dels derivats OTC, (ii) la reducció del risc de crèdit dels derivats OTC intercanviant garanties, (iii) els registres d'operacions, (iv) els deures formals de confirmació tempestiva després del tancament de les operacions OTC, i (v) la conciliació de carteres (res se'ns diu sobre la compressió de carteres de derivats OTC).

Com es ben conegut, els deures relatius a la compensació dels derivats OTC ens menen a la interposició d'una contrapartida central de compensació ("Central Counterparty" o "CCP") entre les parts originals de determinats derivats OTC especialment líquids tancats bilateralment. Ja que la CCP és considerada especialment aïllada dels risc d'insolvència, la seva

intervenció és considerar essencial per a limitar el risc de crèdit. Resulta sorprenent que, després d'importar les definicions de Contrapartida Financera ("Financial Counterparty" o "FC") i de Contrapartida No-Financera ("Non-Financial Counterparty" o "NFC"), així com la figura de la FC- (és a dir, una FC el reduït volum d'activitat de la qual l'eximeix de l'obligació de compensar els derivats OTC, obligació que s'activa després de notificar a l'AFA que s'han sobrepassat els límits que el dret de la Unió Europea preveu al respecte), s'eximeixi a totes les NFCs andorranes d'aquesta obligació, malgrat que sí que quedarien dins de l'àmbit d'aplicació de l'article 4.1 d'EMIR en contractar amb FCs de la Unió Europea, si són considerades NFC+s. D'altra banda, cal tenir en compte que el traspàs dels límits de compensació tant per una FC, com per una NFC, ha de ser comunicat a ESMA, aplicant-se al respecte criteris comuns a tota la Unió Europea. No obstant això, en el cas de tercers Estats, el flux d'informació és més complex i es planteja el problema de les responsabilitats en què incorrien les parts si cometen un error en qualificar l'estatus regulatori de la contrapart. A la pràctica, com indica ESMA, és usual reclamar a les contraparts que emetin una declaració sobre aquest estatus i, de no resultar satisfactori o no obtenir-se aital declaració, s'hauria de presumir que la contrapart està obligada a compensar les operacions de derivats OTC. Aquesta declaració, si es qualifica com una "representation" sota dret anglès, pot tenir conseqüències jurídiques adverses en cas de resultar incerta, raó per la qual cosa seria oportú que existís també el deure de notificar a l'AFA, sempre que no es depassin els límits aplicables, el seu estatus com a FC-.

Quant a les obligacions de notificar les operacions de derivats, aquestes s'estenen a tots els derivats, sense limitar-se únicament als OTC, tal com fa EMIR. La notificació s'ha d'adreçar a algun dels repositoris oficialment reconeguts segons EMIR, tot i que aquesta obligació recau exclusivament sobre les FCs, car que és voluntari per a les NFCs notificar les operacions. Raó per la qual les excepcions previstes per a les NFCs respecte dels deures de notificació tenen una entitat força migrada. A més, curiosament, aquesta obligació només resulta exigible en les operacions tancades per una FC andorrana en contractar amb FCs de la Unió Europea, però no en les operacions purament internes. D'altra banda, atès que les FCs diferents de les entitats de crèdit posseeixen sistemes d'administració interna poc desenvolupats, la norma andorrana segueix autoritzant la delegació d'aquest deure.

Després d'establir aquestes bases, l'adaptació a EMIR es limita als principis propis d'aquest reglament i el projecte es remet al desenvolupament reglamentari que serà dut a terme pel ministeri encarregat de finances o per l'AFA, segons la matèria, en termes molt amplis. Mentrestant, a la pràctica, les disposicions d'EMIR sobre colateralització dels derivats OTC (ja sia com a marge de variació o bé com a marge inicial, tot i que les obligacions de marge inicial només s'activen si se superen els llindars fixats per la normativa que desenvolupa EMIR, el que serà força estrany per a les NFC-s) ja s'aplicaran en les operacions que els bancs andorrans tanquin amb les FCs de la UE. De fet, la futura normativa se centrarà en aspectes com les exempcions al voltant de les obligacions de garantir els derivats OTC, sempre que les operacions en qüestió es tanquin entre entitats andorranes. En aquesta línia, és important subratllar que les obligacions sobre garanties són difícils de complir i de gestionar per part de les FCs diferents dels bancs, i els ajustos a aplicar a les valoracions dels valors negociables emprats com a garantia poden ser de summa importància, atès que només els bancs utilitzen diners en efectiu per a subvenir aquestes finalitats.

La conciliació de carteres també ha de desenvolupar-se amb aquests futurs reglaments. De fet, els estàndards contractuals utilitzats a la pràctica són molt adequats per a proporcionar un marc sòlid a aquesta obligació específica. Però hi ha dues qüestions que poden ser rellevants a la pràctica i que seria oportú tenir en compte. La primera, la conveniència de coordinar aquesta obligació d'EMIR amb els deures d'informació ja existents i que es mouen a plans diferents, perquè la qüestió en un cas és el coneixement sobre el producte i en l'altre, millorar la gestió del risc. La segona, la regulació de les possibles controvèrsies sobre la valoració de carteres. Aquestes controvèrsies, en sentit estricte, no es poden considerar ni potencials litigis ni tan sols disputes, ja que generalment seran causades per l'ús de diferents mètodes de valoració i no han d'afectar el càlcul de les quantitats o lliuraments a intercanviar entre les parts. Per tant, les discrepàncies, si n'hi ha, generalment no es podran resoldre, al menys no sempre, i les eventuais conseqüències legals haurien de ser mínimes. És a dir, aquesta nova obligació no té com a objectiu aconseguir un resultat concret com imposar l'ús de tècniques de valoració comunes a ambdues parts, sinó fomentar la vigilància sobre les valoracions de mercat. Finalment, les obligacions de compressió, tot i formar part de les obligacions d'EMIR, estan impulsades, principalment, per consideracions financeres (és a dir, retallar substancialment el nombre de transaccions, però mantenint inalterats els nivells de volatilitat d'una

determinada cartera). No obstant, només les grans carteres de transaccions OTC es beneficiaran realment d'aquests procediments de reducció de riscos i les compressions seran gestionades per proveïdors de serveis altament especialitzats, de manera que la manca de regulació que sembla albirar-se sobre aquest tema serà de poca rellevància pràctica.

CASES&LACAMBRA

El nostre equip de Serveis Financers estarà encantat d'oferir-vos més informació. Si us plau, no dubti en contactar amb nosaltres:

Miguel Cases

Partner

miguel.cases@caseslacambra.com

Laura Nieto

Partner

laura.nieto@caseslacambra.com

Claudi Rossell

Of Counsel

claudi.rossell@caseslacambra.com