



Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones

Informe conjunto Comisión Nacional del
Mercado de Valores - Banco de España

Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones

Informe conjunto Comisión Nacional del Mercado de Valores - Banco de España

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, al publicar este documento, pretende facilitar la difusión de estudios que contribuyan al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores difunde la mayoría de sus publicaciones a través de la red INTERNET en la dirección www.cnmv.es

© Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se cite su procedencia.

Maquetación e impresión: ARTEGRAF, S.A.

ISBN: 978-84-87870-75-0

Depósito Legal: M-53.912-2007

Índice

Resumen Ejecutivo	7
Introducción	9
I. La post-contratación y sus infraestructuras	13
II. Situación actual de la post-contratación en Europa	23
III. Marco regulador	29
IV. Iniciativas en curso en Europa	37
V. Impacto de las iniciativas europeas en la industria	43
VI. Posibles iniciativas a seguir en España	51

Resumen Ejecutivo

Este informe es el fruto de un trabajo coordinado entre el Banco de España (BE) y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en el que se han estudiado los retos que plantean para España los desarrollos de la industria y las iniciativas públicas en Europa en materia de post-contratación. En las páginas que siguen se analiza la situación actual de los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en España en comparación con Europa, el alcance de la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (MiFID), del Código de Conducta y del proyecto Target-2 Securities (T2S) y las implicaciones que tendrían para el sistema español.

Una conclusión fundamental es que ciertas especificidades del sistema español de compensación y liquidación requieren modificaciones, para hacerlo más eficiente y seguro, que deben abordarse cuanto antes de forma que pudieran ser efectivas en un horizonte próximo. Los retos planteados por las iniciativas antes citadas abundan en esa necesidad. La integración europea, además, plantea otras cuestiones a las que habría que dar respuesta, no sólo en el contexto español, sino también a nivel europeo.

Para abordar estas cuestiones se plantean diversas propuestas que se explican en el capítulo VI de este informe relacionadas con:

Las iniciativas en curso de Unión Europea (UE):

1. Apoyar el proyecto T2S. Vigilar su encaje con los sistemas multilaterales de negociación de la renta variable.
2. Crear un grupo de trabajo conjunto CESR- SEBC con el fin de organizar la supervisión y vigilancia coordinada de la liquidación de valores.
3. Atender a que no se menoscaben la capacidad de supervisión de las autoridades españolas sobre las actividades de post-contratación.
4. Recomendar que se evalúen los enlaces que en el ámbito del Código de Conducta pudieran establecer los operadores de los mercados, entre ellos el grupo español BME.

La armonización de la regulación europea:

5. Apoyar la promulgación de una Directiva específica para compensación, liquidación y registro, que trate adecuadamente:

- El nivel de riesgo permitido a las infraestructuras y el establecimiento de condiciones uniformes para su cobertura.
 - El tratamiento legal del Registro de Valores.
6. Armonización a nivel europeo del papel de los custodios internacionales en el tratamiento del registro de titularidades finales.

Las especificidades del sistema español:

7. Trasvasar los procesos de identificación de operaciones y de sus titulares desde las bolsas a Iberclear.
8. Modificar el seguimiento numérico de titularidades basado en las RR.
9. Modificar el momento en el que las operaciones de renta variable contratadas en mercados alcanzan su firmeza.
10. Evaluar la viabilidad de establecer una cámara de contrapartida central (CCP) en España para renta variable.

Otras posibles mejoras del sistema español de post-contratación:

11. Favorecer el trasvase de la renta fija bursátil al mercado AIAF y unificar bajo un mismo sistema de liquidación y registro a todos los valores de la misma naturaleza.
12. Instar y supervisar a que el sistema español de post-contratación desarrolle con la máxima prontitud y alcance las medidas necesarias para el tratamiento de contrapartida compradora de ventas no cubiertas.

Introducción

El BE y la CNMV han constituido un Grupo de trabajo para analizar los retos que plantean para España los desarrollos de la industria y las iniciativas públicas en Europa en materia de post-contratación¹. El grupo ha analizado la situación actual de los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en España en comparación con Europa, el alcance de la MiFID, el Código McCreevy y el proyecto T2S, y las implicaciones que tendrían para el sistema español.

Históricamente las infraestructuras de post-contratación de valores mobiliarios han estado estrechamente vinculadas, e incluso unidas, a las de negociación. Con el paso del tiempo la especialización se ha traducido en la diferenciación de los diversos procesos que conforman la post-contratación y en su oferta al público por separado: compensación, liquidación y registro-custodia.

El proceso de globalización financiera surgido a finales de la década pasada, junto con la introducción del euro, se ha plasmado en el plano europeo en una concentración de mercados y en el ámbito nacional en una mayor integración de infraestructuras. Una muestra de ello ha sido, en España, la creación del holding *BME* que supuso la integración de las infraestructuras de contratación y post-contratación bajo una misma entidad. *Iberclear* se constituyó como el depositario central de valores (DCV) nacional para gestionar los dos grandes sistemas de liquidación de valores² existentes en España, uno para renta fija y otro para renta variable.

El ámbito de la post-contratación de valores mobiliarios ha estado sumido en estos últimos años en un continuo proceso de cambios que vienen impulsados tanto por el sector privado como por el sector público. En el lado del sector privado ha habido una cierta consolidación de los proveedores de servicios de post-contratación. Pese a ello, el mapa de la compensación, liquidación y registro en Europa sigue mostrando una situación fragmentada en la que existe un gran número de infraestructuras que actúan como monopolios en el ámbito doméstico, operando cada una según la correspondiente legislación nacional.

Así, los grupos de mercado *Deutsche Börse*, *Borsa Italia* y *BME* han venido empleando exclusivamente las infraestructuras de post-contratación controladas por ellos.

1. Por post-contratación se entiende la compensación, liquidación y registro de valores.

2. Las Bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia mantienen sus propios sistemas de liquidación de valores.

De igual manera, otros grupos de mercado importantes, que no tienen una estructura de silo vertical como los anteriores, han utilizado de forma preferente, cuando no únicamente, los servicios de determinadas infraestructuras de post-contratación concretas como, por ejemplo, el grupo *Euronext* (en la actualidad *NYSE Euronext*) empleando casi de forma exclusiva al grupo *LCH.Clearnet* como cámara de compensación y al grupo *Euroclear* para la liquidación y la custodia-registro, o por ejemplo las dos mayores bolsas del grupo *OMX* (Estocolmo y Helsinki) utilizando como depositario central de valores a la entidad *NCSD*³.

Todas estas circunstancias se traducen en unos costes mayores en la operativa transfronteriza europea, tal y como se desprende de diversos estudios que muestran que los costes son mucho más elevados que en Estados Unidos.

En la búsqueda de mecanismos para alcanzar una mayor integración, han surgido recientemente una serie de iniciativas públicas: la MiFID, el Código de Conducta impulsado por el Comisario europeo McCreevy y el proyecto T2S, que comparten como fin común la integración de los servicios financieros de la UE.

Todas estas iniciativas persiguen un aumento de la competencia en los mercados de valores a través de medidas encaminadas a reducir los costes, aumentar la eficiencia, la transparencia de precios y la interoperabilidad entre las diferentes infraestructuras de mercado. En definitiva, hacer realidad la libertad de elección del usuario de estos servicios.

No obstante, hay que señalar que la industria se ve empujada a un marco más competitivo sin que exista un marco regulador común, es decir, cada país mantiene su propia regulación para la compensación, liquidación y registro de los valores.

Así, mientras que las infraestructuras que prestan servicios de post-contratación se enfrentan a diversos riesgos (de crédito, liquidez-precio, custodia, operacionales y legales) que pueden trasladarse al conjunto del sistema financiero, razón por la cual se las considera de importancia sistémica, hay que señalar que ni los niveles aceptables de asunción de riesgos, ni los mecanismos de mitigación se hallan aún armonizados en la normativa europea. Esta ausencia de armonización suscita a su vez otros riesgos, debido a la desigualdad en el nivel de regulación, que puede dar lugar a arbitraje regulatorio y a que los proveedores de servicios de estas infraestructuras no compitan en igualdad de condiciones.

En este contexto, este documento analiza el ámbito de la post-contratación de valores en Europa y, en particular, en España, cada una de las iniciativas en marcha y sus consecuencias para la industria española, las áreas susceptibles de mejora y las posibles medidas a seguir para hacer frente a los retos que enfrenta.

3. Tanto *NCSD*, como *LCH.Clearnet* y *Euroclear*, a diciembre de 2006, eran entidades o grupos independientes y no estaban controladas patrimonialmente por ninguno de los grupos de mercado a los que prestaban servicios de post-contratación.

Las iniciativas europeas en marcha

La primera es la MiFID que aborda dos temas. De un lado permite que los valores de renta variable sean negociados al margen de los mercados regulados (fuera de Bolsa) y de otro ofrece a los participantes del mercado el derecho a elegir el sistema de compensación y liquidación, cumpliendo determinadas condiciones.

La segunda iniciativa en marcha es el Código de Conducta impulsado por el comisionario McCreevy que es de naturaleza privada con tipología de auto-regulación de la industria. En principio se limita a la renta variable, aunque se espera que se extienda a todos los valores. El Código de Conducta está dirigido a promover la transparencia de precios y la consecución de una plena interoperabilidad entre infraestructuras (de negociación y post-contratación y de éstas entre sí) por medio del establecimiento de enlaces pero sin entrar a evaluar sus costes de desarrollo. De igual manera el Código obvia la ausencia de armonización legislativa y, por tanto, no garantiza la igualdad de trato a todas las infraestructuras en un entorno competitivo. El impacto de una iniciativa de esta naturaleza es difícil de evaluar, pese a lo cual prácticamente todas las infraestructuras europeas lo han suscrito.

Por último, el Eurosistema ha lanzado un proyecto, denominado T2S, para ofrecer servicios de liquidación de valores en dinero de Banco Central (BC) en una plataforma técnica única, cuya propiedad y gestión correría a cargo del propio Eurosistema. Supondría la separación de la actividad de liquidación de la de registro-custodia que se seguiría realizando por los DCV. Este proyecto, que está actualmente en la fase inicial de elaboración de los requerimientos de los usuarios, resuelve el problema de la interoperabilidad propugnada por el Código de Conducta, en lo que a los sistemas de liquidación se refiere, y hace viable el ejercicio de los derechos que otorga la MiFID, al concentrar la liquidación en una única plataforma técnica.

En una primera evaluación en el plano teórico, dado que cada iniciativa potencia aspectos de las otras, puede decirse que se prevé que el impacto combinado de las tres iniciativas en el sistema financiero sea mayor que la suma de los impactos individuales derivados de cada una de ellas. Así, el Código de Conducta refuerza aspectos previstos en la MiFID y T2S permite máxima interoperabilidad de la liquidación propugnada por la MiFID y muy especialmente por el Código.

El impacto de las iniciativas anteriores en el ámbito doméstico

El impacto de las iniciativas europeas en curso sobre la industria de valores será significativo ya que supone un cambio sustancial en el enfoque actual de su actividad. Algunas de esas iniciativas plantean la necesidad de revisar las características de los procesos de post-contratación existentes en la actualidad. En España, el sistema de liquidación de la renta fija es relativamente semejante al de otros mercados, pero no así el de la renta variable, cuyo encaje sería más difícil debido a algunas de sus características.

En el modelo bursátil español, básicamente dirigido a renta variable, las actividades de liquidación y el registro en la post-contratación están muy estrechamente ligados con la negociación. Además, su régimen legal cuenta con una serie de especificidades que lo hacen diferente respecto al de otros sistemas. Las diferencias más notables son, por un lado, la firmeza y aseguramiento de las operaciones de valores en el momento de la contratación, independientemente de que haya valores o efectivo en el momento de la liquidación y, por otro, que se condicionan los adeudos en las cuentas de valores a la presentación de las referencias de registro que amparan los saldos de cada valor. Una última diferencia es el amplio alcance de la regulación española sobre compensación, liquidación y registro con respecto a las de otras jurisdicciones.

Por tanto, las especificidades normativas y de procedimientos del modelo de compensación y liquidación bursátil español representan, de una u otra forma, una barrera. En el contexto actual europeo, de un lado sería conveniente revisar algunas de las especificidades del modelo de post-contratación español, en concreto los aspectos que pueden estar haciendo mella en su competitividad y en su eventual encaje en las iniciativas citadas, evaluando la oportunidad y las circunstancias objetivas en las que cabría su mitigación o, incluso, si se considera conveniente, su eventual supresión parcial o, acaso, total.

Además, sería conveniente seguir apoyando en los diferentes foros europeos la promulgación de una regulación europea específica para compensación, liquidación y especialmente para el registro de valores que dote de un régimen jurídico común, al menos de mínimos, sobre organización, riesgos asumibles, en especial en compensación y liquidación, y naturaleza de la tenencia de valores y de su depósito y custodia.

Por último, habrá que seguir muy de cerca los movimientos y desarrollos en Europa derivados de estas iniciativas y anticipar los retos a los que se enfrenta la industria española.

Estructura del informe

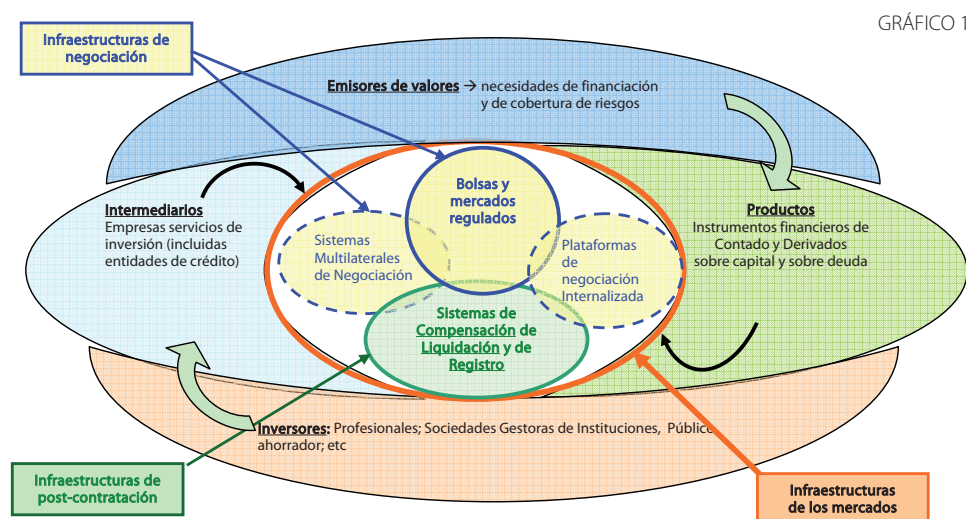
El presente documento consta de seis capítulos. El primer capítulo define las funciones y los riesgos de la post-contratación. El segundo describe la situación actual en Europa y el tercero está dedicado al marco regulador, señalando los objetivos públicos en esta área, los aspectos más relevantes de la normativa europea y las peculiaridades de la regulación en España. El capítulo cuarto presenta las iniciativas europeas en curso y el quinto trata de valorar su impacto para las infraestructuras de post-contratación europeas, especialmente en España.

El documento finaliza con una serie de posibles medidas encaminadas a hacer más eficiente el sistema español y prepararlo para competir en mejores condiciones y, en definitiva, contribuir a la integración financiera europea.

I. La post-contratación y sus infraestructuras

I.1. Las funciones o procesos de post-contratación

Los mercados de valores se configuran en dos grandes familias de infraestructuras, atendiendo a las distintas etapas en las que se desarrolla el proceso que va desde la búsqueda de la contrapartida compradora o vendedora hasta que la transacción se completa con el cambio de la propiedad de los valores por el comprador y la recepción del pago por el vendedor. Estas infraestructuras se pueden clasificar en dos tipos: de negociación y de post-contratación.



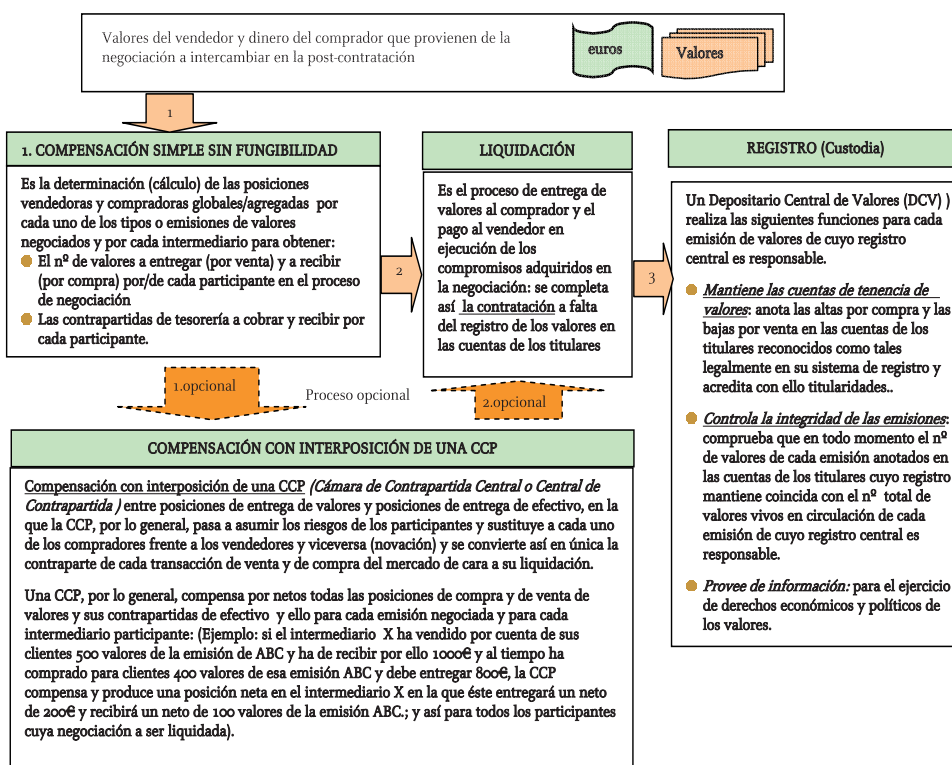
Las infraestructuras de negociación son foros físicos o electrónicos donde se encuentran la oferta y la demanda de instrumentos financieros (en adelante *valores*) y se acuerdan los términos de la contratación: cantidad, precio, comprador y vendedor. Sus rectores determinan qué valores pueden negociarse (admisión a negociación), qué agentes pueden introducir compras y ventas (intermediarios financieros autorizados a ser miembros del mercado) y cuáles son las reglas de negociación (variaciones de precios, subastas de inicio y cierre de sesión, etc.). Los mercados oficiales o regulados de acciones (bolsas), de deuda y de futuros y opciones son las infraestructuras clásicas, pero también hay otros foros legalmente reconocidos como son las plataformas de internalización de transacciones y los sistemas multilaterales de negociación.

En las infraestructuras de negociación se casan las operaciones de compra y de venta, pero la contratación realizada se completa y finaliza en las infraestructuras de post-contratación que gestionan los procesos de entrega de valores contra su pago y acreditan la titularidad de los valores a sus compradores.

La actividad de post-contratación se desarrolla a través de tres fases o procesos diferentes y consecutivos: (1º) la compensación, (2º) la liquidación y (3º) el registro-custodia de los valores. Estos procesos pueden ser ejecutados por una misma entidad o realizarse por entidades diferentes.

El esquema gráfico resumido de fases de la actividad de post-contratación es el siguiente:

GRÁFICO 2



Compensación:

Suele definirse como el proceso de transmisión, conciliación y, en algunos casos, confirmación de las instrucciones de pago y de transferencia de valores y tiene por objeto determinar las posiciones finales de valores y de efectivo que han de llevarse después a la fase de liquidación, para lo cual se calcula, para cada participante y para cada emisión de valores contratada en una sesión de mercado, el total efectivo a pagar (recibir) y el número de valores a recibir (entregar).

Ese cálculo puede hacerse operación a operación contratada (cálculo en términos brutos) lo que da lugar a que la liquidación se haga también en esos términos.

Otra alternativa es que ese cálculo se haga en términos netos, obteniéndose el saldo entre las obligaciones mutuas entre comprador y vendedor, de forma que entre dos contrapartidas sólo haya una obligación. Este cálculo por netos puede ser bilateral, agrupando las operaciones realizadas entre dos participantes contraparte, o multilateral, agrupando las operaciones de todos los participantes frente a cada uno de los restantes, de forma que al final lo que se obtiene son las posiciones netas de cada participante frente al sistema. De hecho, existen tres modalidades estandarizadas de realizar la compensación de las operaciones contratadas, que son utilizadas por las distintas entidades que prestan servicios de sistemas de compensación en el ámbito europeo. Estas tres modalidades están todas ellas orientadas a preparar la liquidación según el principio de entrega contra pago (DvP⁴):

- *Bruto valores/Bruto efectivo*. En esta modalidad, cada operación contratada se trata de forma individual y los valores y el efectivo a entregar se calculan operación por operación, por su importe bruto.
- *Bruto valores/Neto efectivo*. En esta modalidad, para el conjunto de operaciones contratadas por cada participante, los valores a entregar y a recibir se tratan operación por operación (bruta) mientras que para el efectivo se calcula una única posición neta por el monto a cobrar o a pagar.
- *Neto valores/Neto efectivo*. En esta modalidad para cada participante y por cada emisión contratada en cada sesión de mercado se calculan las posiciones netas de valores y de efectivo a intercambiar.

Las entidades que ofrecen servicios de compensación pueden ser empresas que se dediquen específicamente a ello, las llamadas *clearing house*, pero igualmente pueden ofrecer este servicio los depositarios de valores nacionales (DCV) o internacionales (DCVI⁵).

El servicio de compensación también puede ser prestado por las entidades o CCP⁶ las cuales se interponen entre las partes de una operación, actuando como comprador frente al vendedor y como vendedor frente al comprador, absorbiendo el riesgo de contraparte de los participantes y garantizando el buen fin de las operaciones. Cuando en esta interposición los derechos y obligaciones de la operación original se extinguen y son sustituidos por unos nuevos frente a la entidad o cámara de contra-

4. DvP es el acrónimo del inglés *Delivery versus Payment*.

5. DCV es el acrónimo en español de Depositario Central de Valores (en inglés de *Central Securities Depository* o CSD). Se trata de entidades que mantienen y administran valores y permiten procesar las operaciones con valores por medio de anotaciones en cuenta. Además del mantenimiento de las emisiones y de la administración de las cuentas de valores, un DCV suele realizar funciones de compensación y liquidación. DCVI es el acrónimo de Depositario Central de Valores Internacional (en inglés *International Central Securities Depository* o ICSD). Son las entidades que liquidan operaciones de valores internacionales y de algunos valores domésticos, utilizando normalmente enlaces directos o indirectos (a través de agentes locales) con los DCV domésticos.

6. Las siglas CCP provienen del inglés *Central Counterparty* o contrapartida central en español.

partida central, surge la figura jurídica de la novación. La mayoría de las CCP al interponerse entre los participantes proceden igualmente a realizar una compensación completa por netos tanto de posiciones de efectivo como de posiciones en valores de cara a la fase posterior de liquidación⁷.

Liquidación:

Es la fase de intercambio de los activos, en la que cada participante realiza la entrega (o recepción) de los valores y a su vez recibe (o entrega) el efectivo, conforme a los importes calculados en la fase de compensación.

Por lo general, la liquidación de valores en Europa está gestionada por los DCV nacionales o internacionales, aunque existen también entidades especializadas en la liquidación que no tienen esa condición (bancos custodios⁸ locales o custodios globales).

Con objeto de controlar el riesgo de principal, la mayor parte de las operaciones de compraventa se efectúan bajo el principio de DvP, de forma que la transferencia de los valores se efectúa solamente si se efectúa su pago y viceversa. Además, puede haber transferencias de valores sin que haya movimiento de efectivo (*free of payment*) y transferencias de valores a cambio de otros valores (*delivery versus delivery*).

De esta forma, los custodios globales pueden atender ventas y compras de sus clientes e internalizar la liquidación en sus libros si ambos disponen de cuentas de valores y efectivo en el mismo, sin que se produzcan movimientos de valores ni de efectivo en el sistema de liquidación central. En algunos sistemas de liquidación los custodios locales que actúan como liquidadores en el sistema central también pueden compensar y liquidar en sus libros las operaciones realizadas entre sus clientes, si bien, a diferencia del caso previo, informan en un primer momento al sistema central del resultado neto de tal compensación-liquidación y luego remiten el detalle de lo realizado.

Los cobros (pagos) se ejecutan generalmente mediante abono (cargo) del efectivo en las cuentas de un banco liquidador predeterminado que generalmente es un BC. No obstante, algunos sistemas importantes admiten la posibilidad de utilizar cuentas en bancos comerciales o en sus propios libros cuando se trata de DCV con licencia bancaria, lo que introduce un factor adicional de riesgo en la liquidación.

Una vez intercambiados los activos en las correspondientes cuentas de valores y de efectivo de manera satisfactoria, la liquidación adquiere firmeza legal y dichos

7. Como excepción, la CCP española Meffclear en su constitución no fue autorizada a compensar por netos.

8. Los custodios, reconocidos como tales por el depositario central de valores, son normalmente entidades financieras autorizadas para realizar la custodia o depósito de valores por cuenta de terceros. Generalmente son miembros negociadores y/o liquidadores, residentes o no, autorizados y reconocidos en el correspondiente mercado. Se suelen denominar custodios locales a aquellos que facilitan a sus clientes el acceso a los valores localizados en la DCV de su país y custodios globales a aquellos que facilitan el acceso a valores localizados en DCV de diferentes países (participando directamente en ellas o a través de los custodios locales).

activos quedan plenamente disponibles para la liquidación de otras operaciones. Normalmente la firmeza tiene lugar cuando se produce el intercambio de valores y efectivo, pero en algunos sistemas este hito clave se traslada al momento en el que los valores se registran formalmente a nombre del comprador.

Al igual que en la fase de compensación, la liquidación puede realizarse de forma bruta, operación a operación, o por netos, y en ambos casos puede realizarse de manera continua o discreta (en ciertos momentos por lotes o *batches*). Suelen distinguirse internacionalmente tres modelos básicos de liquidación:

- DvP₁ *bruto valores/bruto efectivo*, o
- DvP₂ *bruto valores/neto efectivo*, o
- DvP₃ *neto valores/neto efectivo*.

	Alem	Aus	Bél	Esp	Fin	Fra	Gre	Hol	Irl	Ita	Lux	Por	Din	Nor	RU	Sue	Suiza
DvP ₁	si		si	si		si	si	si	si	si	si	si	si		si	si	si
DvP ₂	si	si	si	si	si	si								si			
DvP ₃		si					si	si		si		si	si				

Aunque generalmente la modalidad de la compensación y de la liquidación son coincidentes, existen casos en los que la contratación puede ser compensada bajo un modelo de netos puro de tipo DvP₃ y, sin embargo, el output o posición neta de cada tipo de emisión contratada y compensada (valores y efectivo neto a entregar o a recibir) por cada participante se liquida por brutos (posición a posición).

Registro y custodia de valores:

Es la fase final en la que se anotan en las cuentas de los titulares las compras y las ventas finalmente liquidadas. En la mayoría de los sistemas europeos, en los que los valores están representados mediante anotación en cuenta, el proceso de registro-custodia es realizado por un DCV y sus miembros participantes (intermediarios financieros reconocidos por el DCV como custodios).

Un DCV realiza cuatro funciones básicas:

- *Mantiene las cuentas individuales y, en su caso, globales, de terceros* de tenencia de valores de cada emisión de cuyo registro es responsable. Dependiendo del régimen legal al que estén sometidos los DCV, pueden estar reconocidos como titulares en sus registros sólo propietarios finales o también tenedores intermedios, tras los que puede haber otros tenedores intermedios antes de llegar a los propietarios finales de los valores. La acreditación de titularidades, conocida internacionalmente como *Notary Functions*, es otra de las actividades asociada al mantenimiento de las cuentas de valores que se atribuye a los DCV.

- *Controla la integridad* de toda emisión registrada en su sistema,
- *Suministra información* para facilitar la gestión de derechos económicos y, en su caso, políticos (ver gráfico en página 14), y
- *Facilita las transferencias de valores* mediante anotaciones en cuenta (liquidación de las operaciones).

Los titulares de los valores acceden a los servicios de los DCV a través de los intermediarios financieros que son sus miembros. Estos intermediarios, llamados custodios, mantienen valores “en nombre” de los propietarios y suelen proporcionar servicios de gestión de intereses y dividendos.

Existen dos modelos básicos de llevanza de un registro central: en un único escalón y en dos (o más) escalones⁹.

- En modelo de tenencia directa o de *escalón único*, el depositario mantiene directamente todas las cuentas (una cuenta por cada emisión y para cada titular) con la posición (número de valores reconocidos) de todas las emisiones y de todas las personas que, conforme a la ley que rija en ese sistema, figuren como titulares de algún valor. Es el caso del sistema de registro de Grecia y de los países escandinavos.
- En el modelo de tenencia indirecta o de *dos escalones*, el depositario mantiene en su registro central (primer escalón) dos tipos de cuentas: (i) detalle de la cuenta propia que por cada emisión de valores ostenta cada uno de los participantes del sistema y (ii) global de la cuenta de terceros (número total de valores) que por cada emisión tiene cada participante (custodio). El detalle de la posición de cada uno de los terceros se mantiene por los custodios (segundo escalón). La titularidad se refleja en las cuentas de detalle: las propias de los participantes en el primer escalón y las de terceros en el segundo. Este sería el caso, por ejemplo, de Francia, Italia y España entre otros.

Debe resaltarse que en Europa no existe homogenización con respecto a los modelos de llevanza de registro ni con respecto a la consideración legal de las posiciones de valores que, por cuenta de terceros, custodian los intermediarios financieros adscritos o miembros de un determinado depositario central de valores. A modo de síntesis se pueden presentar las siguientes situaciones.

- Jurisdicciones en donde la custodia es central y la realiza un DCV que puede delegar la operativa de sub-custodia a entidades privadas pero retiene la responsabilidad del sistema de registro.
- En otras, sin embargo, las entidades de custodia realizan su actividad no por delegación o encargo operativo del DCV al que se adscriben, sino porque tienen atri-

9. En terminología internacional lo que en este informe llamamos de escalón único se conoce como modelo *direct holding* y el modelo de dos o más escalones como *indirect holding*.

buida directamente la función y responsabilidad de la custodia mientras que el DCV ejecuta un control del total, es decir, la integridad de las emisiones.

- Igualmente, en algunas jurisdicciones los valores de terceros custodiados por intermediarios financieros participantes en un DCV tienen la consideración legal de depósitos fuera de balance a nombre de los titulares. Estos depósitos no forman parte del activo de esos intermediarios y, en caso de insolvencia de éstos, son susceptibles de separación y traslado a otra entidad como es el caso español.
- En otras, sin embargo, los valores de terceros forman parte del activo de los intermediarios financieros custodio y adoptan la forma de cuentas globales u ómnibus a su nombre, a modo de fiducia, en las que los terceros tienen un derecho como acreedores-beneficiarios últimos de los derechos de tales valores. En estas jurisdicciones la separación de los valores en caso de insolvencia de la entidad custodio es también factible, pero la naturaleza jurídica del proceso tiene diferencias relevantes en forma y fondo con respecto al caso anterior.

I.2. Elementos de competencia y riesgo en la post-contratación

Una característica de las infraestructuras de post-contratación es la tendencia generalizada a reunir los procesos bajo una o pocas entidades formándose monopolios u oligopolios. Estos sistemas se benefician de economías de escala y de externalidades de red o economías de alcance. Además, las incompatibilidades en los procedimientos de las distintas infraestructuras han facilitado que se haya consolidado el *statu quo* de los sistemas existentes, dada la dificultad que han de afrontar las nuevas entidades que quieran entrar en este negocio para alcanzar una masa crítica de participantes que puedan competir con las economías alcanzadas por las redes establecidas.

La búsqueda de economías de alcance y las externalidades de red ha llevado a algunos sistemas, en especial los DCVI, a añadir a su oferta de servicios esenciales (*core services*) otros de carácter no básico (*value added services*) para la post-contratación en sí misma, tales como, por ejemplo, los servicios bancarios (crédito de efectivo habitualmente intradía u *overnight*, financiación de posiciones...) y los servicios de valor añadido de custodia (administración y gestión de los derechos de asistencia a las juntas de accionistas, emisión de informes sobre accionistas relevantes, gestión de dividendos...).

La prestación de servicios no básicos por parte de una infraestructura de post-contratación plantea reticencias en algunos reguladores por dos motivos. En primer lugar, porque pueden destinarse recursos a los servicios no esenciales en detrimento de los esenciales y, en segundo lugar, porque podría ocurrir que la prestación de éstos últimos no quedara adecuadamente aislada del riesgo que conlleva la prestación de servicios no esenciales. Hay que recordar también que los DCVI, al ofrecer esos servicios financieros, intentan competir con los bancos custodios globales, los cuales coordinan la post-contratación de las operaciones de un mismo inversor internacional en múltiples DCV nacionales (en los que están reconocidos como custodios) sin necesidad de que ese inversor recurra así a un DCVI.

Las diferentes fases de la post-contratación de valores conllevan riesgos tanto para sus participantes como para el sistema financiero en su conjunto y, por ello, las infraestructuras de post-contratación son consideradas de importancia sistémica. De entre estos riesgos, los más significativos son, en primer lugar, los riesgos de (i) crédito, (ii) liquidez-precio, y (iii) custodia y, en segundo lugar, (iv) los riesgos operacionales por fallos en procedimientos, en equipos y en procesos y, finalmente, (v) los riesgos de tipo legal.

El riesgo de crédito es uno de los principales riesgos asociados a la liquidación. Surge cuando algún participante incumple los compromisos de entrega o pago asumidos en la contratación, en especial por su insolvencia. El primer mecanismo de mitigación del riesgo de crédito se basa en el uso generalizado del principio de entrega contra pago (sólo se entregan los valores si se produce su pago y viceversa) por las infraestructuras de post-contratación. Más recientemente, la cobertura del riesgo de contraparte se ha abordado centralizando su asunción y gestión por las entidades de contrapartida central.

El riesgo de liquidez (asociado al riesgo de *mercado-precio*) aparece en el caso en que bien el vendedor, bien el comprador del valor no pueda cumplir con su compromiso en el momento acordado, de forma que la parte afectada pueda tener que recurrir a otras operaciones, en las que pueden surgir un riesgo de precios, para solventar el desfase temporal hasta que, en un momento posterior, se pueda finalizar la liquidación. Como mecanismo de mitigación de los problemas que acarrear las posiciones cortas en valores y las variaciones de precios, los sistemas de liquidación exigen la aportación de fianzas y márgenes de garantía (según el valor de mercado de las posiciones abiertas) e, igualmente, ofrecen mecanismos de provisión de liquidez tales como el préstamo de valores y la provisión de liquidez intradía u *overnight*.

El riesgo de custodia es el riesgo de pérdida de los valores mantenidos bajo custodia ocasionado por insolvencia, negligencia, malversación o deficiente administración o mantenimiento inadecuado de los registros. Este riesgo es mayor cuando los valores se encuentran depositados o registrados en entidades privadas, cuya actividad de custodia de valores no sea exclusiva. Este riesgo se mitiga asegurando la existencia de mecanismos, prácticas y procedimientos contables adecuados (segregación de activos en custodia, ejercicios periódicos de reconciliación de posiciones, utilización del cifrado y autenticación) y concediendo un adecuado tratamiento preferente de los activos en el ordenamiento concursal.

Por último, existe un riesgo operacional cuando se producen pérdidas como consecuencia de fallos tanto en los sistemas técnicos como en la organización, gestión o bien errores humanos. Estos fallos suelen conllevar riesgos legales por responsabilidad civil en caso de interrupción o fallos en los procesos de post-contratación.

El riesgo legal se produce cuando hay alguna laguna o contradicción entre las normas o prácticas del sistema de compensación y liquidación y las leyes del país. Este riesgo tiende a ser minusvalorado, pero lo cierto es que la escasa armonización en los ámbitos de la propiedad sobre valores y de la naturaleza legal de la custodia de

valores de terceros por parte de intermediarios financieros puede causar el “no reconocimiento” (en las jurisdicciones en las que los DCV gestionan el control central del registro de titularidades) de los beneficiarios a los que los intermediarios en sus cuentas ómnibus atribuyen los distintos derechos derivados de titularidad de los valores en custodia. Este riesgo potencial puede extenderse igualmente al “no reconocimiento” inter-jurisdiccional del resultado de los procesos de separación o rescate de esos valores en caso de insolvencia de los intermediarios.

Además, la falta de armonización de los procesos de reconocimiento de titularidades puede provocar un desplazamiento de la custodia desde las jurisdicciones en las que los DCV (con la ayuda de sus intermediarios participantes) gestionan centralmente la acreditación de titularidades ajustadas a normas de derecho positivo, a favor de aquéllas otras jurisdicciones en donde los custodios privados tienen mayores atribuciones para reconocer transacciones y reasignar derechos según las prácticas de mercado aceptables en regímenes jurídicos de corte anglosajón basados en el derecho común (*common law*).

En un mundo donde las operaciones sofisticadas de ingeniería financiera sobre valores son cada día más frecuentes, sería bastante conveniente, por no decir necesario, armonizar qué se entiende por propiedad y a quiénes se reconocen los beneficios inherentes a ésta. Especialmente crítico en el caso de acciones es el creciente número de operaciones de *equity-swap*, *empty voting*¹⁰ y otras transacciones complejas sobre acciones en las que se produce una disociación entre quiénes ejercen los derechos de voto con respecto a quiénes tienen los derechos y riesgos económicos e, incluso, con respecto a quiénes formalmente ostentan su titularidad o propiedad.

Si esta nueva fenomenología se combina con la administración de cuentas de valores bajo fiducia en largas cadenas de muy difícil seguimiento y rastreo, de difícil auditoría, en las que son los custodios los que asignan y acreditan derechos y beneficios a operaciones complejas sin necesidad de un filtro del DCV (derechos que pueden no ser reconocidos en otras jurisdicciones), lo que se obtiene es un notable incremento del riesgo de pérdida del control de titularidades del capital de las empresas cotizadas y una amenaza cierta a las funciones básicas normalmente atribuidas a los DCV.

10. Préstamos de acciones meramente coyunturales para votar en Juntas de accionistas que tras la Junta retornan de inmediato al prestamista, en los cuáles el prestatario de derechos políticos que va ejercer éstos no asume los riesgos económicos derivados de la propiedad, que son retenidos por el prestamista.

II. Situación actual de la post-contratación en Europa

La integración de los proveedores europeos de servicios de infraestructura de mercados se ha producido siguiendo básicamente dos modelos de consolidación conocidos como de integración vertical y de integración horizontal.

En la integración vertical una misma estructura o grupo patrimonial pasa a controlar distintas entidades cuyas actividades, vistas en conjunto, representan la cadena completa, o casi completa, de servicios que conforman las distintas fases en las que se desarrolla una operación de valores (1. bolsa de negociación-contratación, 2. Entidad de contrapartida central, 3. Liquidación de valores y efectivo, 4. Depositario central de valores).

Esa estructura patrimonial común o vertical puede tener como cabecera a una bolsa de valores (ejemplo: *Deutsche Börse*) o a una compañía *holding* (ejemplo: el grupo español *BME*). Este tipo de grupos, que se conocen como silos, tienen su antecedente en el hecho histórico de que los servicios de compensación, liquidación y registro se hallaban vinculados a la negociación al nacer como servicios complementarios de ésta que eran necesarios para perfeccionar la contratación. Así, ambos tipos de infraestructuras compartían gran parte de sus participantes y a la vez accionistas, los cuales finalmente decidieron integrar bajo una misma entidad de control los distintos servicios de mercado, entendiendo que negociar y luego completar la contratación en entidades vinculadas comercial y patrimonialmente favorecía la obtención de economías tanto de escala, como de alcance.

En el modelo horizontal, la integración se produce entre entidades que realizan el mismo tipo de actividad (negociación-contratación únicamente, o bien post-contratación únicamente). Por ejemplo, el grupo *Euroclear* está formado por las centrales depositarias de valores de diferentes países y no ofrece servicios de negociación-contratación. El grupo de mercados *Euronext*, en la actualidad es *NYSE Euronext*, fundamentalmente ofrece servicios de negociación-contratación pero no de compensación, ni de liquidación y de registro.

El cuadro 1 presenta un mapa de las principales infraestructuras de post-contratación en Europa que prestan servicios a las siete mayores infraestructuras de negociación que operan igualmente en Europa. Este cuadro muestra las relaciones entre ambos tipos de infraestructuras, los servicios que prestan y su dependencia accionarial. Las cuatro infraestructuras de post-contratación que no están plenamente integradas

(Los cuadros con el mismo color indican un accionariado pertenencia al mismo grupo patrimonial).



Fuente: memorias y sitios web de las entidades.

patrimonialmente (controladas) en ninguno de los grandes grupos de mercado¹¹ existentes en la actualidad en Europa son: (i) el grupo *Euroclear*, vinculado comercialmente al grupo *Euronext* (el cual participa en *Euroclear* pero de forma minoritaria); (ii) el grupo *SIS*, propiedad de un consorcio de bancos suizos; (iii) el custodio central de valores *NCSD*, resultado de la unión de los custodios centrales sueco y finlandés, que utilizan en exclusiva los dos grandes mercados de negociación del grupo *OMX*, la bolsa de Estocolmo y la de Helsinki; (iv) el grupo *LCH.Clearnet*, que puede clasificarse como independiente a diciembre de 2006¹², dedicado a prestar servicios de compensación y contrapartida central (posiblemente sea el líder europeo de estos servicios) actuando de CCP en la post-contratación de acciones negociadas en los mercados del grupo *Euronext*, de la *London Stock Exchange* (LSE) y de *Virt-X* del grupo suizo *SWX*.

Igualmente se puede apreciar que *Deutsche Börse*, *Borsa Italiana*¹³ y *BME* emplean exclusivamente las infraestructuras de post-contratación por ellos controladas (integración vertical); mientras que, aunque no haya control societario, *Euronext* utiliza

11. Aunque con importantes relaciones comerciales con algunos de ellos.

12. Su mayor accionista a diciembre 2006 con un casi un 30% (con voto limitado al 24,9%) era el grupo *Euronext* seguido por el grupo *Euroclear* con alrededor de un 15%. El resto estaba en poder de sus usuarios. Además existe un programa pactado y en marcha para reducir la presencia en las bolsas y de estos grupos en su accionariado y aumentar la de los usuarios.

13. El 1 de octubre de 2007 el grupo *LSE* culminó su adquisición del grupo *Borsa Italiana*.

prácticamente en exclusiva los servicios de *Euroclear*. Los mercados finlandés y sueco de *OMX* usan únicamente los servicios de post-contratación de la entidad *NCSD*. La *LSE* admite varias cámaras de compensación y ha anunciado que va a admitir a otras entidades de liquidación¹⁴, cuando hasta hace poco era el sistema de liquidación y de registro de valores británico *CrestCo* (que ahora ha pasado a denominarse *Euroclear UK & Ireland*) el único que prestaba servicios de liquidación en exclusiva a la *LSE*, aunque probablemente retenga en exclusiva los servicios de registro de valores. La excepción más nítida en la actualidad a la asociación con una infraestructura de post-contratación específica es el grupo suizo *SWX*, cuya matriz no reside en un país de la UE. No obstante, la plena entrada en vigor de la MiFID y el desarrollo del Código de Conducta auspiciado por el Comisario MCreedy harán que hayan de admitirse otros proveedores de servicios de post-contratación.

La importancia relativa de las infraestructuras de post-contratación en el conjunto de las infraestructuras de los mercados de valores se puede constatar (ver cuadro 2 y gráfico 3) al comparar sus ingresos y sus resultados antes de intereses e impuestos (EBIT) con las de negociación a las que prestan sus servicios. Las dos mayores infraestructuras de post-contratación europeas en materia de compensación y liquidación son, por este orden, *Euroclear* y *Clearstream*¹⁵, tras las que se puede situar a *LCH*. *Clearnet*. Cabe señalar que estas infraestructuras deben buena parte de su liderazgo y penetración comercial al hecho de que, junto a los llamados servicios básicos de post-contratación, prestan además servicios no básicos, como los bancarios y otros de valor añadido, que otras infraestructuras por restricciones bien estatutarias, bien normativas no pueden prestar. Tras ellas, a bastante distancia, se sitúan las restantes infraestructuras y, entre éstas, las mayores son la italiana y la española.

Los volúmenes procesados en la actividad de post-contratación constituyen un buen indicador del tamaño real de los mercados de valores europeos (ver cuadro 2) pues las infraestructuras de post-contratación finalizan multitud de operaciones sobre valores que no pasan por los mercados regulados. A modo de ejemplo, las operaciones bilaterales y multilaterales sobre valores de renta fija ejecutadas fuera de mercados regulados y las operaciones internalizadas sobre acciones que hasta la fecha no aparecen en las estadísticas de negociación de los mercados regulados, tienen su reflejo en los datos procesados por las infraestructuras de post-contratación.

14. *Clearstream* integrada en el grupo *Deutsche Börse* ha solicitado ser reconocida en Reino Unido para poder prestar sus servicios a la *LSE*.

15. Parte de la expansión de la actividad de las infraestructuras de post-contratación proviene de su capacidad de liquidar o apoyar la liquidación de operaciones internacionales, mediante enlaces directos entre DCV o DCVI, unilaterales (abriendo cuentas como participantes en otros DCV) o bilaterales (apertura de cuentas recíprocas) o mediante enlaces indirectos, utilizando un banco custodio (actuando como clientes de un participante directo en el DCV/DCVI) o a través de un tercer DCV que se interpone entre los dos enlazados (*relayed link*). Actualmente el único enlace directo con capacidad de liquidar operaciones con entrega contra pago es el establecido entre los dos DCVIs. El resto de los enlaces directos sólo permite canalizar entregas de valores libres de pago. A la postre, un DCV puede actuar indistintamente como tal (DCV emisor), en calidad de participante de otro DCV (DCV cliente) o sirviendo de intermediario.

Comparando los volúmenes en post-contratación con la negociación de acciones (que son los valores con una contratación más concentrada y en los que hay datos más fiables y accesibles), se puede apreciar que las infraestructuras de post-contratación asociadas patrimonial o comercialmente a los grupos de mercados que figuran en el cuadro 2 procesan muchas más operaciones y volumen que lo negociado en acciones por esos mercados regulados.

Hay que señalar que los datos disponibles de la actividad de post-contratación son escasos y los que hay no son siempre homogéneos ni comparables, siendo las actividades de compensación y liquidación en las que hay más datos y la de registro la menos transparente.

Por ello, y dada la escasez de datos de actividad, resulta útil comparar los datos de ingresos y el margen de resultados de las infraestructuras de post-contratación europeas junto a las de negociación a las que prestan servicios. Los gráficos 3 y 4 y el cuadro 3 han sido elaborados con este fin y resultan ilustrativos de la situación actual.

Actividad de las infraestructuras de post-contratación de valores de contado – ejercicio 2006

CUADRO 2

Importes en billones de euros

Infraestructuras de Negociación	LSE	Euronext		Deutsche Börse	Borsa Italiana	BME
Flujo: volumen negociado en libro electrónico renta variable	2,2	2,4		1,6	1,1	1,2
Flujo- Nº de transacciones renta variable negociadas (millones): Electrónico y Otras	78,2 elect. 16,5 otras	104,5 elect. 0,7 otras		53,1 elect. 55,9 otras	57,5 elect. 0,07 otras	23,2 elect. 0,2 otras
Saldo-capitalización mercado de acciones	2,9	2,8		1,2	0,8	1,0

Infraestructuras de Post-Contratación asociadas a las de Negociación	Euroclear UK & Irl.	Euroclear sin UK&IRL	LCH.Clear-net ⁽³⁾	Clear-stream	CCG+MT	Iberclear
Flujo- Volumen liquidado total	144,8	306,9	Total ⁽³⁾ 500 RF ⁽³⁾ 8,8	N/D	N/D	N/D
Flujo- Nº de transacciones liquidadas total renta variable y renta fija (millones)	70,0 ⁽¹⁾	75,0 ⁽¹⁾	Total ⁽³⁾ 1270 RV ⁽³⁾ 198	62,9	57,1	34,6
Saldo efectivo total (renta fija y renta variable) valores registrados en custodia	Total 3,8	Total 14,4	N/A	Total 9,7	Total 1,9	Total ⁽²⁾ 1,74 RV ⁽²⁾ 0,78 FV 0,96

Nota 1: Estos datos son las transacciones liquidadas netas de las que han sido previamente compensadas.

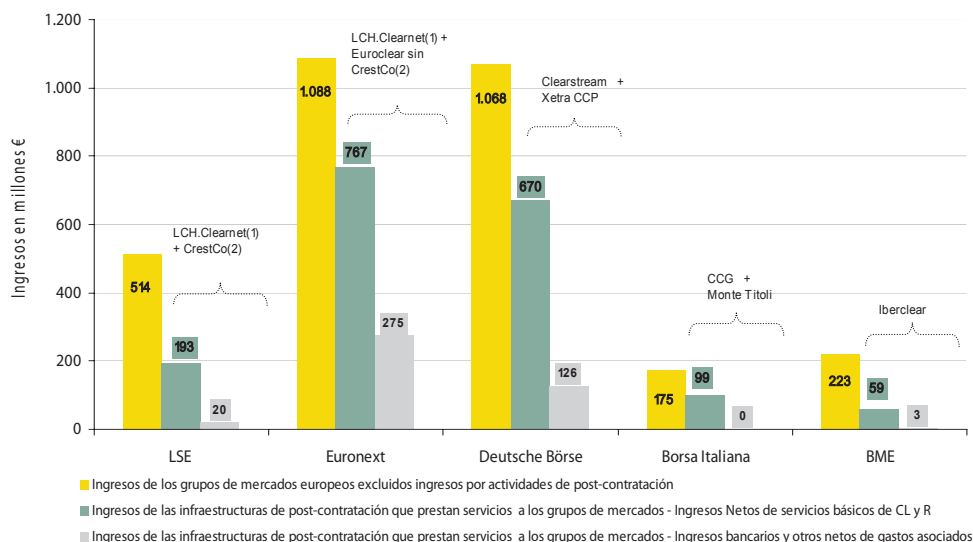
Nota 2: Valor efectivo calculado por CNMV, los datos publicados por Iberclear sólo reflejan importes nominales (de relativa utilidad).

Nota 3: Los datos publicados por LCH.Clearnet tienen desgloses de actividad limitados. Las cifras de "Total" incluyen actividad en acciones (RV), renta fija, derivados financieros y derivados sobre materias primas y energía y, por ello, no son comparables con las de las otras infraestructuras. El nº de transacciones compensadas en RV tiene como desglose: 110MM en Euronext, 77,5MM en LSE y 10,4 en Virt-X.

Fuente: Datos obtenidos de memorias y sitios web de las entidades, excepto por la nota 2a.

Comparativa de ingresos de valores de contado por negociación y por post-contratación en los cinco primeros grupos de mercados europeos-ejercicio 2006

GRÁFICO 3



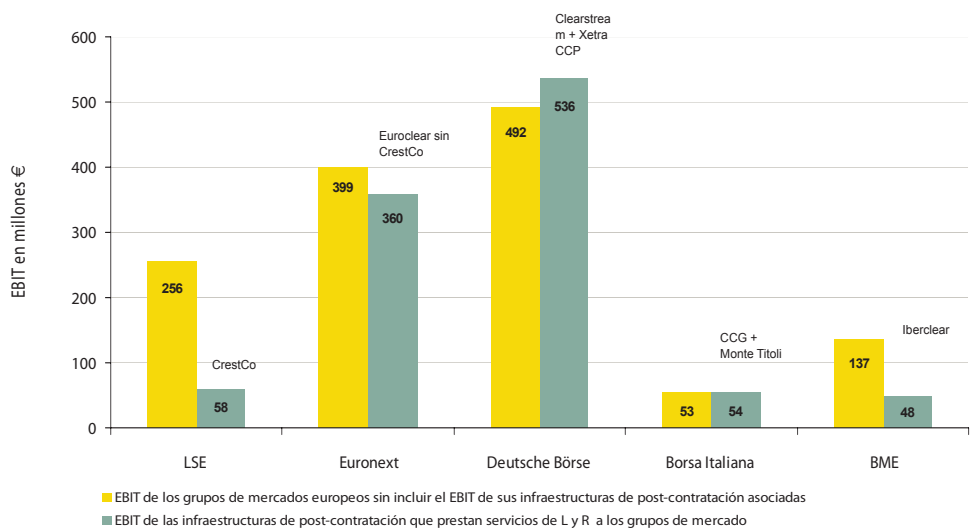
Nota (1): Los ingresos de *LCH.Clearnet* corresponden únicamente a su actividad de Compensación en Renta variable de contado (154 MM €) y Renta Fija de contado y Repos (24 MM €), en total 178 MM € por compensación. El reparto de estos ingresos de servicios básicos y otros no básicos a *LSE* y a *Euronext* se ha realizado tomando la proporción del nº transacciones compensadas en *Euronext* y *LSE* sobre el total compensado en acciones.

Nota 2: El reparto de ingresos a *LSE* y a *Euronext* se ha hecho sobre la base de la información que figura en las cuentas anuales de *Euroclear* de 2006.

Fuente: Datos obtenidos de memorias y sitios web de las entidades.

Comparativa de EBIT por negociación y por post-contratación en los cinco primeros grupos de mercados europeos-ejercicio 2006

GRÁFICO 4



Nota general: Este gráfico no incorpora el EBIT de *LCH.Clearnet*, pues no es posible discriminar para esta entidad cuánto de este margen corresponde a valores de contado y cuánto a derivados financieros, de materias primas y de energía.

Fuente: Datos obtenidos de memorias y sitios web de las entidades.

**Desglose de ingresos por post-contratación
de las principales infraestructuras - ejercicio 2006**

CUADRO 3

	Euroclear	LCH.Clearnet Nota ⁽¹⁾	Clearstream + Xetra grupo Deutsche B.	CCG + Monte Titoli; grupo B. Italiana	Iberclear; grupo BME
SERVICIOS BÁSICO					
(en MM €)	802	386	786	99	52
Custodia	427	n/a	434	40	
Liquidación	244	n/a	236	24	46
		Total 364			
		Deriv.MP 68			
		Deriv.Fin. 118			
Compensación		RV contado 154		35	n/a
		RF contado 24			
		<u>178 Total contado</u>			
Financiación global de valores			40		
Otros ingresos por servicios	131	22	76		6
SERVICIOS BANCARIOS Y					
OTROS (en MM €)	271	58	10	0	9
Ingresos (intereses y comisiones) servicios bancarios y otros	517	791	151	0	Otros 9
Gastos Financieros-bancarios asociados a la generación de ingresos Financieros-bancarios	-246	-733	-141		
INGRESOS NETOS	1.073	444	796	99	61

Nota (1) Estos ingresos netos comprenden la actividad del grupo LCH.Clearnet en los segmentos de (i) renta variable de contado, (ii) renta fija de contado y repos (iii) derivados financieros y swaps y (iv) derivados sobre materias primas y energía. Las cifras más comparables con los ingresos de las otras infraestructuras mostradas en este cuadro serían los de renta variable contado (154 MME) y parte de los de los de renta fija contado y repos (24 MME) que totalizan ambos 178 MME, cifra más comparable que la de ingresos netos de 444 MM €. Fuente: Datos obtenidos de memorias y sitios web de las entidades.

III. Marco regulador

III.1. Objetivos públicos en el área de compensación, liquidación y registro

Las actividades de post-contratación son servicios regulados, cuya normativa se orienta por lo general a la prevención del riesgo sistémico y la protección al inversor. Hay que recordar que las actividades de liquidación conllevan riesgos que podrían tornarse en sistémicos y, por otra parte, que la actividad de registro es fundamental para proteger los derechos de los inversores.

Para la consecución de esos objetivos la regulación generalmente incorpora requisitos para el establecimiento y la operativa de una infraestructura de post-contratación que tienen como directriz lograr una liquidación segura y eficiente. Igualmente se exige su completa auditabilidad para facilitar la supervisión ex-post de esa infraestructura. En consonancia con lo anterior, las distintas actividades de compensación, liquidación y registro suelen estar sujetas a unas normativas y a una supervisión exigentes que persiguen asegurar un buen estándar en la consecución de los objetivos mencionados. A modo de ejemplo, baste citar aquí las normas existentes sobre la liquidación que exigen garantías para asegurar las entregas de activos, cubrir los riesgos abiertos y evitar consecuencias no deseadas por incumplimientos. En el caso de la actividad de registro o custodia, la regulación se orienta al establecimiento de medidas de índole preventiva tales como la segregación de cuentas, además de la conveniente supervisión y los arqueos periódicos o auditorías de valores externas, aunque pocas jurisdicciones exigen requisitos de solvencia relacionados con el valor de lo custodiado.

Estos objetivos son compartidos por todas las autoridades supervisoras y reguladoras nacionales, especialmente en los países desarrollados, si bien la regulación española de los DCV es más exigente que la media europea.

En la UE se ha venido considerando como objetivo prioritario la consecución de la integración financiera y la existencia de un mercado abierto a la oferta de servicios y a la competencia entre oferentes y participantes. Sin embargo, la ausencia de una regulación común entre los países de la UE no facilita ese objetivo, en la medida en que las autoridades nacionales podrían oponerse al empleo de infraestructuras de post-contratación distintas de las domésticas con el fin de mantener la estabilidad y funcionamiento ordenado de sus mercados internos.

La Comisión Europea (CE) reconoce que la operativa transfronteriza de estas infraestructuras de post-contratación hace que los riesgos operacionales y de solvencia

sean más complejos y ello implica que deben extremarse su gestión y vigilancia para salvaguardar su integridad. La CE sigue, a la fecha, centrando sus actuaciones en conseguir la integración de los mercados y para ello pretende que se eliminen barreras a la competencia. Este objetivo se manifiesta parcialmente en la MiFID, sobre los derechos de acceso a los sistemas y en el Código de Conducta (ver apartado IV.1), que no tiene rango normativo formal reconocido y es un acuerdo de ámbito privado.

III.2. Normativa europea

La regulación básica de la post-contratación se halla fundamentalmente en los ordenamientos jurídicos nacionales de los Estado Miembros, pues los únicos aspectos abordados en la regulación comunitaria europea se encuentran en las dos siguientes Directivas¹⁶:

- La *Directiva 98/26/CE sobre Firmeza de la Liquidación en los Sistemas de Pagos y Liquidación de Valores*, cuyo objetivo básico es asegurar la firmeza de las órdenes de transmisión de efectivo y valores anotados en un sistema de compensación y liquidación, de forma que las órdenes de transferencia sean vinculantes y legalmente exigibles y, sobre todo, que las garantías constituidas en dichos sistemas a favor de terceros queden blindadas en su efectividad frente a eventuales procedimientos de insolvencia.
- La *Directiva 2002/47/CE sobre Acuerdos de Garantía Financiera* cuyos objetivos son asegurar la efectividad y la ejecución de los acuerdos de garantía, bien en forma de prenda, bien cuando contengan transmisión, para lo cual extiende el blindaje dado por la anterior Directiva a las garantías para dotar de seguridad jurídica en el territorio de la Unión a las operaciones de garantía constituidas tanto en efectivo como en valores.

A la escasez de regulación europea se une que, hasta la fecha, la misma se ha centrado fundamentalmente en atender las demandas de seguridad jurídica y protección de los participantes en los sistemas de compensación y liquidación, excluyendo un ámbito tan sensible como los sistemas de registro. Entre esos participantes hay que incluir a los BC, al BCE y a los grandes custodios internacionales, que requerían un marco estable y sólido que no introdujese riesgos legales en las posiciones en valores de las entidades, que podrían desencadenar riesgos de solvencia de potencialidad sistémica.

Así, las normas europeas se han limitado a tratar elementos importantes relativos a la protección jurídica de los terceros (mayoristas en general), pero no han abordado cuestiones clave para la eficiencia y la seguridad de los sistemas de compensación y

16. Las Directivas sobre Firmeza en la Liquidación y sobre Acuerdos de Garantía Financiera fueron transpuestas a la legislación española, la primera, a través de la Ley 41/1999 sobre Sistemas de Pagos y Liquidación de Valores y la segunda a través del Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, en su Capítulo II relativo a acuerdos de compensación contractual y garantías financieras.

liquidación y de registro, como pueden ser la transparencia de precios, los requisitos de organización, los riesgos operacionales y la supervisión a realizar por las autoridades competentes. Es de destacar la escasa referencia a algunos de estos aspectos y el hecho de que la Directiva de Firmeza únicamente señale que “los Estados miembros podrán imponer requisitos de supervisión o autorización a los sistemas sometidos a su jurisdicción”.

La MiFID tampoco contiene avances significativos, pese a introducir ciertas reglas con efectos potenciales en el ámbito de la compensación y liquidación, si bien el registro queda excluido. Los objetivos fundamentales de la MiFID en el ámbito de la integración y apertura de los mercados financieros europeos son: (i) procurar la competencia entre sistemas de compensación y liquidación mediante la ruptura de los posibles monopolios derivados de las relaciones de exclusividad entre mercados y sistemas de post-contratación y (ii) garantizar la libertad de acceso de las empresas que prestan de servicios de inversión a todos los sistemas de compensación y liquidación existentes en la UE.

De hecho, las pocas iniciativas armonizadoras sobre aspectos básicos de riesgos en compensación, liquidación y sobre el entorno jurídico de estos procesos han sido todas ellas de carácter consultivo y no vinculantes. Entre éstas cabe citar la del grupo CESR-ESCB¹⁷ que inició un cierto camino de armonización mediante la definición de estándares en alguno de estos campos y que, por el momento, no se ha aprobado por falta de acuerdo. No obstante, el propio ECOFIN ha reconocido la importancia de tomar medidas concretas para abordar la gestión de los riesgos en la post-contratación y los aspectos de estabilidad financiera, como complemento al Código de Conducta.

En el plano supranacional deben mencionarse dos iniciativas legales internacionales en el ámbito de los derechos atribuibles a los valores custodiados por intermediarios financieros, las cuales, de aprobarse y ratificarse, supondrían un elemento relevante en el edificio regulatorio en materia de atribución de derechos sobre los valores que son objeto de la actividad de los sistemas de compensación, liquidación y registro. El alcance y consecuencias de estas dos iniciativas pueden ser tan sustanciales que es necesario comentarlas someramente:

- *Convenio de La Haya sobre valores mobiliarios*: este tratado internacional - no ratificado aún, entre otros, por los países de la UE- aborda la ley aplicable a las tenencias de valores a través de un intermediario, pero no armoniza las normas sustantivas de los distintos Estados que puedan ratificarlo. Se limita a señalar cuál sería la legislación aplicable en caso de conflicto, siendo la regla por defecto la ley aplicable la del Estado

17. En octubre de 2001 CESR y el ESCB crearon un grupo de trabajo conjunto para desarrollar unos “Estándares para la compensación y liquidación de valores en la Unión Europea”. El documento a consulta pública, de septiembre de 2004, elaborado a partir de las recomendaciones definidas por CPSS-IOSCO en 2001, recoge 19 estándares que abarcan, entre otras materias, el marco legal, mecanismos de liquidación, préstamo de valores, gobierno corporativo, protección de los usuarios y enlaces entre sistemas de liquidación.

que hayan pactado expresamente las partes (siempre que el intermediario tenga alguna sede operativa relativa a la gestión de cuentas de valores en ese Estado). En caso de no existir tal pacto, se señala como aplicable la ley del país en el que radica la oficina de la entidad financiera con la que se perfeccionó el contrato o, en su defecto, la del país donde el intermediario esté legalmente constituido o desde el que opere.

La determinación de la ley aplicable planteada en el Convenio es diferente a la vigente en el *acquis* comunitario, que se basa en el país de la cuenta –no en el que se pacte o en el del intermediario– razón por la que varios Estados Miembros de la UE han expresado serias cautelas respecto a los efectos de su aprobación y posterior ratificación. Se desconoce si finalmente la CE terminará proponiendo la firma del Convenio, con alguna modificación específica para evitar que en un mismo sistema de liquidación y registro puedan convivir cuentas de valores sujetas a legislaciones distintas, lo cual podría llegar a plantear un grave problema de tipo sistémico. La CE está trabajando en la actualidad sobre una posible modernización del principio PRIMA (actualización) y analizando la mejor solución para abordar conflictos de leyes en el ámbito de los valores depositados en intermediarios financieros.

- *Convenio de Unidroit sobre valores mantenidos a través de un intermediario*: actualmente en negociación, su objetivo es la definición de un régimen sustantivo común para los elementos esenciales de la tenencia y transmisión de valores mantenidos a través de un intermediario financiero. Cubre el ejercicio de derechos por los titulares de las cuentas de valores, la integridad de la relación entre cuentas abiertas y valores en poder del intermediario, algunas medidas de protección de los titulares de cuenta en caso de concurso, el ejercicio de derechos por titulares fiduciarios y un régimen mínimo de preceptos para las garantías financieras otorgadas respecto de cuentas de valores. Este Convenio, de ser finalmente suscrito, afectaría a las normas europeas contenidas en las Directivas sobre firmeza y sobre garantías financieras. Su efecto en el sistema español no sería trascendente, dado que, aparentemente, no alteraría el actual régimen jurídico de las tenencias de valores. La propuesta de convenio ha optado por dar prevalencia a las normas nacionales que regulan los DCV sobre las del propio convenio. Una de las excepciones, que merece ser seguida con atención, es la que consagra la posibilidad de los titulares fiduciarios (*nominees*) de ejercer los derechos económicos y políticos de los valores anotados a su nombre, aceptando que ese ejercicio sea incluso parcial y contradictorio (voto segmentado) según las órdenes que reciba de los beneficiarios finales.

III.3. La regulación española y sus peculiaridades

La regulación española es amplia y cubre prácticamente todos los aspectos de la compensación, liquidación y del registro de valores. Algunos aspectos deberían ser puestos al día, básicamente para adecuarlos a la normativa comunitaria.¹⁸

18. La regulación española sobre compensación, liquidación y registro se halla contenida en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y su normativa de desarrollo en materia de compensación, liquidación y registro de valores y en materia de cámaras de contrapartida de los mercados de derivados, contenidas en el 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 y en el Real Decreto

En principio, las características básicas de la compensación y liquidación de la renta fija en España se pueden considerar homogéneas a las existentes en Europa, en la misma medida en que los modelos de negociación de renta fija que existen en Europa son casi todos bastante semejantes.

En el caso de la renta variable no puede decirse lo mismo, porque los modelos de negociación existentes en Europa son el resultado de desarrollos históricos propios y particulares de cada país y de cada bolsa y, por tanto, no puede predicarse la homogeneidad entre ellos. De hecho coexisten distintos modelos de negociación con diferencias notables, unos modelos están orientados a precios –*price-driven markets*– y otros orientados a órdenes –*order-driven markets*– e, incluso dentro de estas dos categorías, hay variantes diferenciales.

Las principales diferencias entre el régimen legal español de compensación, liquidación y registro en renta variable y el de los principales Estados Miembros de la UE pueden resumirse en cinco aspectos relevantes:

1. La primera diferencia procede de la configuración legal del sistema de contratación bursátil. El Reglamento de las Bolsas de Comercio, de 1967, no permite anular operaciones y, en coherencia, el Reglamento de Organización y Funcionamiento del SCLV¹⁹ estableció que la firmeza en las operaciones de bolsa se perfeccionaba desde el momento de la contratación. Las consecuencias de estas premisas son que:
 - Los derechos asociados a los valores objeto de la compra (día D) se reconocen en ese momento a los efectos, previstos en las leyes mercantiles (Código de Comercio, Ley de Sociedades Anónimas, etc.) sin esperar a que se lleve a cabo la liquidación de los valores y el efectivo (día D+3) por cuanto el modelo presume que siempre (en D+3) se perfeccionará la contratación con el intercambio de efectivo y valores.
 - Toda la contratación bursátil de una sesión necesariamente debe ser liquidada. Se parte de la hipótesis, elevada a principio básico, de que todo lo que se negocia siempre se finaliza, esto es, que todos los valores contratados en una sesión de mercado siempre deben ser y son liquidados en plazo. Para ello la infraestructura de post-contratación (*Iberclear*) y sus participantes *deben asegurar* que la liquidación necesariamente se lleva a cabo, ya que no se permite la anulación de una operación contratada por fallo en la liquidación.
 - Al existir como principio rector que la entrega está asegurada, la interposición de una cámara de contrapartida central se ha venido considerando históricamente innecesaria y onerosa para la renta variable, razón por la cual el sistema de liquidación español de renta variable no dispone de este mecanismo de

1814/1991, de 20 de diciembre por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones; (en segundo lugar) el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril sobre anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado; y (en tercer lugar) los Reglamentos y Normativa de desarrollo (circulares, normas técnicas, comunicaciones, instrucciones, etc.) de *Iberclear* y de *MEFF*.

19. Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, que se integró en *Iberclear*.

mitigación de riesgos. Como alternativa, el sistema español dispone de una fianza general solidaria que los participantes han de depositar para responder del riesgo monetario por incumplimientos en liquidación.

2. La liquidación de valores bursátiles es multilateral por coherencia con la negociación que también lo es. Por ello, para ser miembro de una bolsa española es obligatorio ser miembro liquidador de *Iberclear*. Esto último resulta lógico en este sistema pues, como todo lo contratado debe ser liquidado, si un liquidador distinto del miembro de bolsa no aceptara liquidar una operación, la responsabilidad recaería en el miembro que la contrató, el cual debe ser para ello, necesariamente, también un participante liquidador en *Iberclear*.

Por la misma razón -la multilateralidad- si bien cada participante en la liquidación responde con las garantías que debe aportar al sistema del riesgo que introduce, si estas garantías resultan insuficientes, los restantes participantes, para cada sesión y de forma transitoria, están obligados a cubrir su fallo²⁰. El mecanismo de aportación de garantías para la liquidación de la renta variable está diseñado de forma tal que, partiendo de un sistema de afianzamiento individual, el conjunto de garantías aportadas por los participantes tiene un carácter colectivo o solidario, lógico en un sistema multilateral en el que todo lo contratado debe ser necesariamente liquidado en D+3.

3. El Real Decreto 116/1992 exige que *Iberclear*, para la renta variable, condicione los abonos y adeudos en las cuentas de valores a la expedición o baja de las correspondientes Referencias de Registro (en adelante RR) y exige que *Iberclear* y sus participantes mantengan un fichero de RR que amparen los saldos de cada valor. Las bolsas²¹ son las que asignan en cada sesión y para cada operación de compra una RR que pasa a *Iberclear* como elemento básico de la liquidación de esa sesión, que opera en términos brutos (por operaciones) para los valores. Para liquidar las compras sólo se necesita que el comprador haya entregado el efectivo correspondiente, lo que permite asignar las RR que amparan los correspondientes valores.

Sin embargo, para liquidar las ventas se requiere la aportación de RR concretas e individualizadas (no cabe utilizar cualquier RR ni tampoco un saldo genérico de RR) que justifican la existencia al momento de venta de los valores que a nombre del vendedor van a darse de baja. En un sistema de saldos, el más habitual en Europa, la operación está condicionada únicamente a la existencia de saldo suficiente de un determinado valor por parte del vendedor.

El sistema está diseñado para tener una gran trazabilidad, para facilitar que la supervisión sea lo más efectiva posible, aunque es más complejo y menos

20. En la práctica, de necesitarse ejecutar garantías, éstas serían efectivas en fecha posterior al día de liquidación D+3

21. Esta es una diferencia con lo que ocurre en renta fija en donde el proceso de identificación de operaciones a liquidar lo realiza el sistema CADE con sus participantes (las entidades gestoras en CADE para las operaciones con sus clientes).

ágil que una liquidación por lotes o saldos. Además, como esas RR conforman el registro de valores que mantiene *Iberclear*, el sistema de liquidación y el de registro tiene una interdependencia mucho más estrecha que en otros sistemas europeos.

4. La cuarta diferencia, apuntada al comienzo de este apartado, es el amplio alcance en casi todos los ámbitos (autorización, organización, control de precios, límites y riesgos en operativa y procesos, supervisión, etc. tanto en materia de compensación y liquidación como en materia de registro) de la regulación española de infraestructuras de post-contratación, en comparación con la escasa normativa comunitaria y de otras jurisdicciones nacionales. Este hecho ha contribuido a que el sistema haya funcionado con seguridad y sin fallos trascendentes, pero es considerada más compleja y onerosa por los participantes, especialmente los extranjeros, y puede dar lugar a arbitraje regulatorio.
5. La quinta diferencia, ésta con respecto a los usos del mundo anglosajón, pero similar al resto de Europa, es la ausencia de reconocimiento de la titularidad fiduciaria y el control central de acreditación de titularidades que mantiene *Iberclear*, no obstante la delegación de la llevanza de cuentas de terceros a favor de los intermediarios financieros que son sus miembros. Lo cierto es que algo más del 50% del volumen de compras y ventas en la bolsa española procede de inversión no residente, cuyas titularidades en la mayoría de casos ostenta algún intermediario financiero que actúa, de una forma más o menos implícita, como *nominee* (titularidades fiduciarias), lo que produce dificultades para conciliar la información registral de titulares reconocidos con otras obligaciones legales relativas a la transparencia en la comunicación de participaciones de accionistas significativos y al conocimiento de quiénes son los beneficiarios del voto de las acciones de las empresas cotizadas.

Este fenómeno, tal y como ha sido comentado al final del epígrafe I.2, es un grave problema que ha ido aumentando en los últimos años por la falta de armonización mundial y la escasa regulación de estos asuntos en el plano comunitario europeo, lo que ha permitido la exportación de determinadas prácticas y concepciones jurídicas de custodia anglosajonas a un contexto continental de derecho positivo. Ello ha producido un cierto vaciamiento progresivo del control y acreditación de titularidades gestionadas centralmente por los DCV nacionales europeos a favor de modelos descentralizados con múltiples custodios globales los cuales, a través de cadenas concatenadas de *nominees*, dificultan el conocimiento fidedigno de quiénes son los propietarios y beneficiarios últimos del capital de las empresas cotizadas que está en manos de no residentes.

La falta de regulación europea vía Reglamentos o Directivas (o de algún tipo de armonización de menor rango normativo) en el ámbito de la custodia de valores es un problema que debe ser atajado, si bien las diferencias de partida por los variados regímenes jurídicos existentes pueden hacer que su armonización sea un trabajo

largo y complejo. Sin duda, en el ámbito doméstico español, éste es un tema que debiera abordarse, porque la supervisión de participaciones y el conocimiento de los tenedores concretos de posiciones significativas ha mermado con respecto a la situación existente en la pasada década, lo cual es un riesgo a considerar, al igual que en otras jurisdicciones pues no es sólo un fenómeno español.

IV. Iniciativas en curso en Europa

IV.1. El Código de Conducta impulsado por la CE

Este Código de Conducta apuesta por la completa interoperabilidad de todas las infraestructuras de negociación con todas las infraestructuras de post-contratación y de éstas entre sí.

Uno de los objetivos de las iniciativas de la CE es el aumento de eficiencia en la compensación y liquidación, mediante su apertura a la plena competencia y el logro de una reducción de los costes de las operaciones transfronterizas, elementos citados en los Informes Giovannini como barreras existentes en este sector. En este contexto, la CE ha evaluado la posibilidad de elaborar una Directiva sobre compensación y liquidación y dicho proyecto se incluyó en el plan de trabajo de la CE para 2006. Sin embargo, en la revisión del plan realizada en julio de ese año, la CE aparcó por el momento la idea de la Directiva, a la vista de la propuesta de un código voluntario elaborado por la industria²² en el que se recogerían iniciativas para la mejora de la competencia y reducción de costes²³.

El Código fue anunciado por el comisario McCreevy en julio de 2006 y se publicó finalmente en noviembre de 2006²⁴.

El Código consta de un conjunto de medidas de naturaleza voluntaria. Abarca principalmente las actividades de post-contratación para la renta variable, aunque se espera que más adelante se extienda a otros activos financieros. En concreto afecta a: (i) los servicios de compensación y de contrapartida central prestados por entidades de contrapartida central (CCP) y por algunas DCV; (ii) los servicios de custodia y liquidación ofrecidos por los DCV y, en alguna medida, a (iii) las actividades de negociación. Por último, el Código señala que deberían adherirse al mismo todas aquellas entidades que desarrollen estas funciones, incluso si no lo han suscrito. Las medidas del Código de Conducta están agrupadas en cuatro pilares:

22. Representado por las siguientes organizaciones: Federación de Bolsas de Valores europeas (FESE), la Asociación europea de entidades de contrapartida central (EACH) y la Asociación europea de centrales depositarias de valores (ECSDA).

23. En mayo de 2006, la CE publicó un informe sobre la post-contratación en Europa, que señaló, entre otras cosas, que el coste de una operación transfronteriza con acciones es seis veces mayor que el de una operación nacional.

24. *European Code of Conduct for Clearing and Settlement*, 7 November 2006.

1. *Transparencia de precios*: antes del 31 de diciembre de 2006 todas las entidades afectadas debían publicar en su página web información sobre: (i) todos los servicios que ofrecen, junto con una breve descripción y su precio, además de las condiciones en las que se ofrecen; (ii) los programas de descuento y devoluciones y los criterios que aplican y (iii) ejemplos claros de los costes por tipo de cliente. Deben diferenciar entre comisiones cobradas en un único momento y comisiones periódicas, así como entre los precios por operaciones de custodia y de servicios adicionales.
2. *Condiciones de acceso e interoperabilidad*: para el 30 de junio de 2007 debían establecerse condiciones de acceso e interoperabilidad, para que cualquier infraestructura de negociación o de post-contratación pudiera acceder a cualquier otra, bien dándose de alta como participante directo, bien mediante acuerdos bilaterales de enlaces operativos.

Los criterios de acceso deben ser transparentes y no discriminatorios, las solicitudes deben resolverse con celeridad y el proceso ha de ser público. El acceso a otra infraestructura dependerá no solamente de la existencia de negocio para la entidad solicitante sino también de que cumpla con los requisitos legales, fiscales y de regulación aplicables en la entidad receptora. El acceso tiene que tener en cuenta lo señalado en la MiFID²⁵.

La interoperabilidad favorece que el cliente pueda elegir el proveedor del servicio, porque facilita el establecimiento de mecanismos técnicos y operativos entre las infraestructuras (ej: que los mercados oficiales españoles como las Bolsas, permitan la liquidación de parte de su contratación en una entidad extranjera, como *Euroclear* o *Clearstream*, además de en *Iberclear*²⁶).

3. *Separación administrativa de servicios ofrecidos en los ámbitos de precios y contable*: debería estar en funcionamiento antes del 1 de enero de 2008. La separación de servicios permitirá a los clientes elegir cuáles compran, mientras que la separación contable ofrece información relevante sobre los mismos. Ambas persiguen la transparencia en los costes e ingresos de los distintos servicios, identificar si hay subsidios entre ellos y aumentar la competencia.
4. *Seguimiento del cumplimiento del Código*: tanto por las propias organizaciones, con la asistencia de auditores externos, como por la propia CE (Dirección General de la Competencia y la de Asuntos Económicos y Financieros junto con otros interlocutores públicos).

25. En los artículos 34.2 y 46.2 de la MiFID (existencia de vínculos y mecanismos entre los sistemas que garanticen la liquidación eficaz de las operaciones).

26. Esta alternativa parece poco realista dadas las relaciones que existen en la actualidad entre contratación y negociación en España, pero debe señalarse que precisamente el Código está dirigido a que esas alternativas sean posibles.

Hasta la fecha de redacción de este informe, han firmado el Código de Conducta prácticamente todos los mercados e infraestructuras de post-contratación situadas geográficamente en Europa al haberse adherido la gran mayoría de mercados miembros de FESE, de cámaras miembros de EACH y de DCV miembros de ECS-DA, participando así jurisdicciones fuera de la UE como por ejemplo, Noruega, Suiza o Rusia.

IV.2. La iniciativa del Eurosistema: T2S

En el marco de los preparativos para el lanzamiento del nuevo sistema de pagos T2S por el Eurosistema, se puso de manifiesto la necesidad de lograr una mayor armonización en la liquidación de operaciones con valores en Europa. En este contexto, el proyecto T2S surgió en julio de 2006 con el objetivo de ofrecer a los DCV un servicio que permita la liquidación nacional y transfronteriza de los valores, en dinero de BC, en una única plataforma técnica donde se liquidarían tanto los valores como el efectivo (lo que se conoce como modelo integrado). Esta plataforma, cuya propiedad y gestión correría a cargo del Eurosistema, se limitaría exclusivamente a prestar el servicio de liquidación. Supone la separación de la actividad de liquidación del resto de las funciones llamadas de registro-custodia, que seguirían realizando los DCV, tales como la administración de los valores, la gestión de los derechos económicos y corporativos, relaciones con los emisores, préstamo de valores, etc.

Se trata de un servicio que el Eurosistema ofrece a los DCV e indirectamente a sus participantes; es decir, los DCV serían los clientes y se establecería entre ambos una conexión directa. Está previsto que, previo acuerdo con el DCV que corresponda, los participantes puedan comunicarse directamente con la plataforma, si así lo autoriza su DCV. En cualquier caso, T2S respetará la relación entre los DCV y sus participantes respecto a los valores, de igual forma que, para el efectivo, T2S respeta la relación existente entre cada BC y sus contrapartidas. Las cuentas de valores se mantendrán en T2S y estarán legalmente asignadas a cada DCV, quien continuará siendo la entidad legalmente responsable de la apertura, mantenimiento y cierre de las cuentas de valores de sus participantes.

T2S es un proyecto de carácter voluntario y neutral. Trata por igual a todos los que participen, independientemente de su tamaño, algo a tener en cuenta en una industria cada vez más competitiva. Además, esta iniciativa, impulsada por los BC, cuenta con un amplio apoyo por parte de las entidades financieras, aunque matizado hasta ver cuál es su diseño final. Por su parte, las instituciones y órganos europeos también han valorado positivamente esta iniciativa.

No obstante lo anterior, la posición de los DCV es de cautela por el impacto que obviamente la puesta en marcha de este proyecto podría tener en su negocio, dado que el proyecto va a suponer un cambio relevante en las reglas de juego del negocio actual. El proyecto T2S requiere la cesión de la gestión de la liquidación, aunque no las relaciones de negocio asociadas a la misma, para los DCV, lo que implica de alguna forma el abandono de la actividad de liquidación, un servicio ciertamente rentable que actualmente es prestado por los DCV que se adhieran. Igualmente, podría fomentar la concentración de

las tenencias de valores en unos pocos DCV. El proyecto tiene también algunos detractores que lo critican desde otros estamentos por lo que consideran una intromisión del Eurosistema en una actividad que está siendo desarrollada por el sector privado²⁷.

Arquitectura funcional

El elemento más innovador de T2S es que su funcionamiento requiere una delegación, por parte de los DCV a los BC, de la gestión de las cuentas de valores junto con las de efectivo.

La propuesta de T2S es realizar la liquidación de los valores según el modelo optimizado de liquidación DvP1 del BIS. La plataforma contaría con mecanismos de optimización y algoritmos para facilitar la liquidación por el lado de los valores (para la gestión de colas, de operaciones encadenadas, neteo técnico, etc.) y del efectivo (provisión automática de crédito intradía o autocolateralización). Con estos mecanismos T2S pretende facilitar la liquidación de aquellos mercados que siguen algún modelo de liquidación por netos y que no cuentan con la figura de una entidad de contrapartida central (por ejemplo, el caso español).

Desde el inicio de cada sesión de liquidación hasta el cierre de la misma, todas las operaciones se liquidarían en la plataforma de T2S. El sistema T2S contaría con un horario de liquidación diurno y nocturno para resolver la liquidación de los ciclos que algunos DCV tienen en la actualidad después del cierre o durante la noche, como es el caso de *Iberclear*.

En cuanto al tipo de valores susceptibles de ser incorporados al proyecto, aquellos DCV que decidieran participar en T2S traspasarían a dicha plataforma la liquidación de todas las operaciones de todos sus valores realizadas en euros. Es decir, la liquidación de las operaciones contra pago y libres de pago, tales como transferencias de valores y traspasos que no implican intercambio de efectivo de renta fija, renta variable, fondos de inversión y *warrants* pasarían a realizarse en la plataforma única de T2S.

La actividad principal de T2S es la liquidación, función que abarca diversas tareas tales como la recepción de órdenes, su validación, case, comprobación de saldos suficientes y asentamiento de las órdenes en las respectivas cuentas de acuerdo con el principio de entrega contra pago. T2S ofrecerá el servicio de case para las operaciones entre DCV y las de aquellos participantes directamente conectados a T2S. También ofrecerá dicho servicio con carácter opcional a aquellos participantes que quieran utilizarlo para sus operaciones domésticas. En cualquier caso, los DCV podrán enviar a T2S órdenes de liquidación ya casadas y pendientes únicamente de liquidarse, como es el caso de los mercados bursátiles y de las

27. Hay que señalar que algunos bancos centrales gestionan sistemas de liquidación de deuda pública (Bélgica y Grecia en Europa y fuera EE.UU. y Japón), sin embargo la liquidación de valores de contado de renta variable y fija es de forma mayoritaria gestionada por entidades privadas.

plataformas de negociación o de operaciones que proceden de una entidad de contrapartida central.

Todas las cuentas y saldos de valores registrados por los DCV participantes en T2S integrarán la base de datos de valores de la plataforma T2S creada al efecto para ser conectada con el motor lógico de liquidación, que cargará y abonará esas cuentas de valores y actualizará automáticamente sus saldos. Los DCV participantes serán los únicos que tendrán acceso a la sección de la base de datos que correspondan a sus cuentas de valores, por cuanto, formalmente, cada DCV continuará siendo el responsable de la gestión del registro y la llevanza de tales cuentas. Los saldos de las cuentas de valores estarán disponibles para los DCV y sus participantes en tiempo real.

Evolución del proyecto y trabajo en curso

En el año 2007, se elaboró un estudio de viabilidad operativa, técnica y económica que permitió al Consejo de Gobierno del BCE decidir que T2S es viable e iniciar la primera fase del proyecto, no identificándose obstáculo relevante alguno de naturaleza legal que impidiera su desarrollo. En la actualidad, se está en pleno proceso de elaboración de los requerimientos de los usuarios, fase que se inició en mayo de 2007 y que está prevista finalice en la primavera de 2008, previa consulta pública al mercado. Previsiblemente, en el verano de 2008, el Consejo de Gobierno del BCE decidirá si se pasa a la siguiente fase del proyecto, es decir, al desarrollo de T2S.

La fase de elaboración de los requerimientos de los usuarios se está realizando en estrecha colaboración con las partes interesadas. Se ha creado un Grupo Consultivo formado por representantes de los BC, de los depositarios centrales de valores y de los usuarios. Adicionalmente, se han creado seis grupos técnicos, en los que también participan representantes de todas las partes interesadas, que están encargados de elaborar las distintas áreas de los requerimientos de los usuarios. Dichos grupos técnicos están adscritos al Grupo Consultivo que, a su vez, es el órgano encargado de someter los requisitos de los usuarios al Consejo de Gobierno del BCE. Sería deseable que, en el desarrollo de este proyecto, se incrementara la participación de los supervisores nacionales de los mercados de valores y de las infraestructuras de post-contratación.

Además, quedan algunas cuestiones importantes por abordar, tales como la futura estructura de gobierno, la revisión del estudio económico inicial que se realizó dentro del estudio de viabilidad, hasta qué punto T2S permitirá a los DCV reducir sus infraestructuras actuales de liquidación y las opciones a ofrecer a aquellos usuarios cuyo DCV opte por no participar en T2S.

V. Impacto de las iniciativas europeas en la industria

Como se desprende de la descripción de las iniciativas en curso, la industria de valores en España tiene que afrontar los cambios que se están produciendo en Europa. El marco general en el que los mercados de valores funcionan está en un proceso continuo de cambio. En concreto, en el ámbito de la compensación y liquidación, las tres iniciativas, MiFID, Código de Conducta y el proyecto T2S, suponen grandes cambios respecto a la situación actual en España, en la que las infraestructuras habían funcionado básicamente en un entorno doméstico. A continuación se analiza el impacto de cada una de ellas.

V.1. Impacto de la MiFID

- La MiFID concede libertad para elegir el sistema de compensación y liquidación de las operaciones negociadas y permite, asimismo, que un mismo valor negocie al margen de los mercados regulados en sistemas multilaterales de negociación, mediante internalizadores sistemáticos y OTC. La ruptura del principio de concentración de la negociación de la renta variable podría restar negocio a los mercados regulados bursátiles y dificultar el mantenimiento de ciertas características del modelo de registro y liquidación español.
- El derecho a elegir el sistema de liquidación está condicionado a la existencia de mecanismos y vínculos eficientes y económicos entre los sistemas de liquidación y también al reconocimiento previo, por parte del supervisor del mercado regulado correspondiente, de que el sistema de liquidación alternativo no perturba el funcionamiento armónico y ordenado de aquél. Estos condicionantes, teniendo en cuenta los requisitos del actual sistema de registro de renta variable español, podrían limitar en la práctica el acceso a éste y restringir el ejercicio de la libertad de elección que concede la MiFID, por lo que en el corto plazo el impacto de la Directiva será menor, pero en el largo plazo la actividad de compensación y liquidación de los mercados españoles podrá verse afectada.
- No obstante, podría ocurrir que con la libertad que concede la MiFID para negociar un valor al margen de los mercados regulados, y ante las barreras que suponen los requisitos actuales del sistema de liquidación de renta variable español, lo que termine produciéndose, en un intento de obviar esas barreras, sea una deslocalización mayor de la propia contratación y de la liquidación de los valores.

V.2. Impacto del Código de Conducta de la CE

- El Código empuja a la industria a la adopción voluntaria de ciertas medidas que permiten eliminar las barreras a la competencia entre las infraestructuras de post-contratación, barreras ya señaladas en los Informes Giovannini, como forma de facilitar una mayor integración europea en este ámbito. El hecho de que el Código sea una medida autorreguladora tiene la ventaja de la agilidad, pues necesita de menos tiempo para su puesta en marcha que el de una Directiva, aunque es difícil esperar que la propia industria, por su cuenta, busque objetivos que vayan más allá de sus propios intereses.
- Tanto la transparencia de precios como la separación de servicios contribuirán a aumentar la competencia en una actividad que funciona como un monopolio natural en los mercados nacionales y que, en parte por ello, es una actividad que se encuentra fragmentada en Europa. Sin embargo, es posible que esos objetivos no se alcancen plenamente, ya que, al contrario de lo que ha ocurrido en otras actividades (ej: bancarias, servicios de inversión, etc.), la CE está fomentando la competencia sin que se hayan establecido unos requisitos mínimos aceptables para operar en cualquiera de los Estados Miembros, es decir, sin que exista a priori un determinado *level playing field* mínimo inicial:
 - a. Las infraestructuras operan bajo legislaciones nacionales.
 - b. No existe simetría ni en los servicios que las infraestructuras están autorizadas a ofrecer ni en los niveles de riesgo que éstas pueden asumir.
 - c. La ausencia de un marco legal armonizado afecta también a cuestiones tan relevantes como el registro, los sistemas de tenencia de valores o la liquidación del efectivo de las operaciones de valores.
- El Código parte del supuesto que el aumento de la competencia inter-jurisdicciones entre los proveedores de servicios debe traducirse en una reducción de precios en la operativa transfronteriza. Sin embargo, no contempla que:
 1. Se producirán costes de desarrollo de las conexiones entre los sistemas y por las adaptaciones necesarias para llevar a efecto la plena interoperabilidad entre infraestructuras. Este hecho parece haber sido ignorado, dando por supuesto que, en el conjunto del sistema europeo, los beneficios derivados de las posibles externalidades de red y economías de escala que puedan lograrse permitirán recuperar las inversiones y los costes que las infraestructuras tendrán que acometer.
 2. Como consecuencia de la falta de *level playing field* previo inicial, unas infraestructuras habrán de dedicar más recursos económicos que otras y para recuperar éstos, habida cuenta de que las economías por externalidades de red y por escala tardan cierto tiempo en manifestarse, aquellas infraestructuras que experimenten mayor aumento de costes probablemente los trasladen a sus usuarios y, en concreto, a los inversores domésticos no transfronterizos. Éste es un riesgo especialmente probable en las infraestructuras preferentemente asociadas a mercados nacionales si éstos no son de gran tamaño o en

los que haya gran presencia de inversores extranjeros, como puede ser el caso español.

- El Código no ha considerado aspectos relativos al registro y la tenencia de acciones nacionales que se liquiden en otro DCV, en especial no ha considerado los efectos de la legislación aplicable de los Estados sede u origen de los valores. El propio Código de Conducta señala que algunas organizaciones firmantes pueden necesitar la aprobación del supervisor antes de adherirse plenamente o de desarrollar algunas de sus medidas. Dicha aprobación puede estar sujeta a que se garantice la seguridad del registro y liquidación de los valores.
- Por último, el Código requerirá mayor cooperación entre las autoridades supervisoras de las infraestructuras y de la actividad de los mercados de valores, dado que presumiblemente fomentará la operativa transfronteriza.
- Para el sistema español de post-contratación la transparencia de precios y servicios no ha supuesto grandes cambios, puesto que ya la cumplía para sus partícipes, pero el resto de medidas tales como las relativas al acceso y la interoperabilidad, supondrá un mayor impacto. La sociedad que explota los sistemas españoles de post-contratación –*Iberclear*– no se podrá negar a dar servicio a otras infraestructuras de post-contratación, aunque las infraestructuras que soliciten acceso a otra deberán cumplir con los requisitos legales, fiscales y regulatorios aplicables a la organización receptora.

V.3. Impactos del proyecto T2S

Impacto en el contexto europeo

- La armonización en la liquidación de todos los valores denominados en euros y que liquidan en dinero de BC supondrá un impulso importante a la integración de los mercados de servicios financieros de la eurozona. Será además ampliable a otros países de la UE en la medida en que los mercados y BC correspondientes así lo decidan. El diseño del T2S busca maximizar las sinergias con otros proyectos tales como T2S y el futuro modelo de garantías del Eurosistema y, así, permitiría racionalizar las infraestructuras financieras y la gestión de las garantías en la zona euro por la vía de la centralización, lo que favorecería una mayor armonización.
- El T2S pretende reducir los costes actuales de la operativa transfronteriza, ofreciendo un precio único de liquidación para toda la operativa de valores. A la fecha, el BCE ha realizado un primer análisis de viabilidad económica que apunta a que la comisión por liquidación de T2S podría ser comparable con las tarifas domésticas más baratas existentes en Europa. No obstante, este primer análisis es provisional y en la actualidad se está debatiendo la metodología de elaboración y cálculo para acometer una revisión del análisis económico inicial y poder determinar la estructura tarifaria definitiva. Por ello, aún no está claro el impacto económico final sobre el usuario en aquellos mercados con costes relativamente bajos, como es el caso español.

- Como se ha apuntado previamente, T2S es un proyecto que pretende ser neutral y tratar por igual a todos independientemente de su tamaño y es complementario de la MiFID y del Código de Conducta, porque ofrece una respuesta a la complejidad de los enlaces entre infraestructuras que promueve este último y a la incertidumbre sobre la recuperación de las inversiones necesarias. El sistema centralizado en la liquidación en euros en la UE que aboga el proyecto T2S obvia la necesidad de acometer múltiples inversiones en conexiones.
- Finalmente, el T2S facilita la competencia, al permitir que las entidades puedan concentrar sus tenencias de valores en los DCV que elijan. Sin duda esta libertad de elección supondrá cambios en la orientación de negocio de las entidades.

Impacto en los procesos operativos en el ámbito doméstico

- En renta fija no bursátil, pública y privada, el modelo de liquidación de T2S es similar al que existe actualmente en España, por lo que las operaciones bilaterales de renta fija negociadas en mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación y OTC, podrían trasvasarse a T2S sin mayores cambios en la operativa de liquidación y de negociación. Está previsto que tanto durante la sesión de liquidación, y sobre todo al cierre, las DCV puedan llevar a cabo todos los procedimientos necesarios para el desarrollo de aquellas funciones que T2S no desempeñará, tales como los arqueos que actualmente realiza *Iberclear* de los movimientos de las entidades gestoras con sus terceros. No obstante, hay algunos aspectos pendientes de acuerdo tales como el horario límite para la liquidación de operaciones contra pago iniciadas por los DCV para resolver los fallos en la liquidación (medidas para la gestión del riesgo).
- T2S genera los mayores beneficios cuando se centraliza la liquidación de todos los valores de los DCV. Por tanto, si *Iberclear* decide adherirse al proyecto debería aportar a T2S todas las cuentas de valores, tanto las de renta fija como las de renta variable.
- Para la renta variable negociada en Bolsa el impacto podría ser importante:
 - Está previsto que la liquidación en T2S siga un modelo de liquidación de los valores y del efectivo por importes brutos (DvP1) con la ayuda de mecanismos de optimización (neteo técnico, crédito intradía, operaciones en cadena) que pueda permitir niveles de eficiencia similares a la liquidación por netos (modelos DvP2 y DvP3). El encaje de la liquidación bursátil española será más fácil en T2S en la medida que se asemeje más al modelo de liquidación general en Europa. No obstante, T2S ofrecerá la posibilidad de liquidación multilateral por netos para aquellos mercados que no utilizan una entidad de contrapartida central (ej. segmento minorista de renta variable), aunque ello no evitará que haya que introducir ciertos cambios en los procedimientos de liquidación bursátil actuales.
 - El encaje del modelo de liquidación bursátil en el T2S puede ser especialmente complejo en el caso español por dos de sus características diferenciales: la fir-

meza en el momento de la contratación y no en el de la liquidación y el proceso de seguimiento y control numérico de las RR con justificación de ventas con aportación de referencias de registro previas. Dado que el proyecto T2S estará basado en una propuesta concreta de sistema y modalidad de liquidación a la que se habrán de adaptar los DCV que se adhieran, en principio no va a desarrollar funcionalidades específicas que recojan las distintas singularidades nacionales. Será decisión de cada mercado nacional si desea eliminar aquellas prácticas específicas que no encajen en la propuesta concreta de T2S.

- En el marco de desarrollo del proyecto T2S está aún pendiente de determinación el estatus legal en el que éste se sustentará finalmente. Este no es un tema menor, puesto que la legislación nacional por la que se rigen los DCV de distintos países atribuye a éstos en exclusiva las funciones de liquidación y registro de los valores de los que son responsables en el ámbito doméstico. Habida cuenta de que los DCV que se adhieran a T2S deben externalizar su actividad de liquidación a un tercero (T2S) y aceptar que éste introduzca movimientos y modifique saldos de las cuentas de valores de los que aquéllos son responsables, su participación en T2S estará condicionada a una clarificación del estatus final del proyecto y a las posibles reformas en la legislación nacional.

Impacto en la estructura del negocio de post-contratación

- Con el proyecto T2S, los DCV nacionales estarán en mejor situación para poder ofrecer acceso a todos los valores de la zona euro a través de las conexiones con el resto de las centrales depositarias, pues una de las novedades de la plataforma T2S es que permite liquidar operaciones contra pago entre participantes de distintos DCV en dinero de BC, tal y como sucede con las operaciones domésticas. Hasta ahora las conexiones entre DCV nacionales sólo permitían operaciones libres de pago, por lo que en la práctica apenas han sido utilizados. Así, los DCV nacionales, entre éstos *Iberclear*, podrían actuar como único punto de entrada, para sus clientes, a todos los valores de Europa, siempre y cuando estuvieran dispuestos a ofrecer los correspondientes servicios de custodia y administración.
- La estrategia a seguir por las entidades españolas dependerá de la oportunidad de gestionar directamente el negocio de liquidación que efectúan actualmente por medio de custodios locales en otros países europeos a través de un único punto de entrada en T2S.
- En cualquier caso, en aquellas jurisdicciones que tengan una inversión en valores en el extranjero de cierta importancia, como podría ser el caso español, para sus DCV nacionales surge la oportunidad, no desdeñable, de trabajar para poder lograr una importante centralización en su seno de la gestión de los valores extranjeros en los que sus participantes y los inversores domésticos hayan invertido.
- De igual forma, pero con impacto negativo en el negocio de los DCV de ámbito nacional y de algunos de sus grandes custodios locales, los grandes custodios internacionales, cuyas sucursales y filiales suelen ser miembros liquidadores de los DCV nacionales

en el ámbito doméstico, podrían centralizar en otra jurisdicción la custodia de todos sus valores en Europa. Éste podría ser el caso de las sucursales y filiales de los grandes custodios globales internacionales que son muy activas en el negocio de liquidación local, circunstancia que se produce en España y también en otros países europeos.

Impacto económico en el ámbito doméstico

- Los DCV nacionales que se integren en la plataforma T2S perderán la función de liquidación, que en el caso del DCV español *Iberclear* constituye una actividad significativa. No obstante, el impacto económico no será necesariamente proporcional a la eventual pérdida por ingresos de liquidación debido a que podría verse compensada por diversos factores tales como, por ejemplo, que *Iberclear* podrá facturar a los custodios miembros del DCV español un margen sobre el coste que le facture T2S o la posible reducción de costes por reasignación de recursos a otras actividades cuyos márgenes podrían crecer tales como, por ejemplo, el registro y custodia de valores y el suministro de información al mercado.
- Uno de los objetivos del proyecto T2S es reducir los costes de liquidación transfronteriza por cuanto el proyecto T2S pretende generar suficientes economías de escala y de alcance que se traduzcan en reducción de costes con respecto a los de las infraestructuras actuales. No obstante, en aquellas jurisdicciones cuyos DCV locales operen con unos costes sensiblemente inferiores a los promedios comunitarios, como es el caso de *Iberclear*, habrá que analizar el impacto con más detalle una vez que se disponga del análisis definitivo del estudio económico.
- En cuanto a los proyectos de inversión que los DCV nacionales tengan en marcha, el plazo para la entrada en vigor de T2S (2013) parece suficiente para poder recuperar una parte sustancial de dichas inversiones. Dado que las futuras inversiones en la liquidación serán responsabilidad de T2S, los DCV europeos de ámbito nacional, como es el caso español de *Iberclear*, podrán centrar sus esfuerzos en destinar más recursos al resto de las funciones relacionadas con la custodia y administración de los valores, donde cabe esperar una mayor competencia.
- El ahorro de costes los DCV de ámbito nacional por externalizar la función de liquidación dependerá en gran medida de la necesidad de mantener las aplicaciones actuales, las bases de datos y los procesos informáticos necesarios. No obstante hay que tener en cuenta también los posibles ahorros de costes para los participantes por el abaratamiento de la liquidación europea, menor coste en la gestión del colateral y posibles ahorros de intermediación. Este supuesto ahorro es difícil de cuantificar, pero los análisis realizados apuntan a que no será desdeñable. Todos estos ahorros podrían trasladarse al inversor final.

Impacto para los supervisores nacionales: la CNMV y el BE

- Por el lado de la supervisión, con el fin de evitar el riesgo de pérdida de información en tiempo real para el seguimiento de las operaciones de principio a fin, el

proyecto T2S ha de garantizar los mecanismos necesarios para el control y seguimiento de la liquidación por parte de los supervisores.

- La liquidación de los valores en T2S tendrá también un impacto sobre las labores operativas del BE, pero su participación activa en su desarrollo y funcionamiento puede sin duda considerarse un factor positivo adicional para el conjunto del sistema financiero español.

VI. Posibles iniciativas a seguir en España

Las nuevas iniciativas europeas en el ámbito de la compensación, liquidación y registro están dirigidas a lograr una mayor integración en los mercados de valores y construir un marco de competencia para las entidades. Las infraestructuras de valores españolas, y en concreto la post-contratación, no debiera sustraerse a este proceso no abordando los cambios necesarios para su adaptación al nuevo marco, mediante soluciones que permitan mantener un nivel adecuado de seguridad y eficiencia en las actividades de compensación, liquidación y registro de valores.

Afrontar los cambios que se avecinan en el entorno europeo precisa de la adopción de determinadas decisiones para lograr una mayor homologación de los actuales procesos de post-contratación en el ámbito doméstico con las prácticas o estándares europeos aceptados en esta actividad. Por ello, a título indicativo, se exponen a continuación algunas de las posibles iniciativas que se podrían seguir para alcanzar los objetivos mencionados.

VI.1. Relacionadas con las iniciativas en curso en la UE

1. Apoyar el proyecto T2S por ser actualmente el proyecto de integración más neutral y que permitirá a la industria española competir en mejores condiciones de lo que lo haría en el contexto de las iniciativas europeas en marcha sin T2S. Mientras que la vertiente de renta fija en general no presenta problemas, en el caso de la renta variable habría que asegurarse que T2S garantice el buen funcionamiento de la liquidación de los mercados multilaterales.
2. Apoyar la necesidad de contar con un grupo de trabajo conjunto de supervisores de sistemas de compensación y liquidación (CESR) y de sistemas de pago (SEBC), con el fin de organizar la supervisión y vigilancia coordinada de la liquidación en la UE y de seguir de cerca los desarrollos de T2S.
3. Vigilar, en el proceso de definición y desarrollo de T2S, que no se menoscaban la capacidad y facultades supervisoras actuales de la CNMV sobre las actividades de post-contratación y sus entidades prestatarias.
4. Recomendar que los supervisores evalúen si los enlaces que pudieran establecer los operadores de mercado en el ámbito del Código McCreevy cumplen con los requisitos aplicables, considerando al mismo tiempo los avances de la plataforma T2S.

VI.2. Relacionadas con la armonización de la regulación europea

5. Apoyar la promulgación de una regulación específica para compensación, liquidación y registro, que trate adecuadamente los siguientes aspectos:
 - Armonización del nivel de riesgo permitido a las infraestructuras y establecimiento de condiciones uniformes para su cobertura. En la medida de lo posible, la regulación debería evitar el contagio a los *core services* de riesgos de crédito procedentes de los *non core services*, tales como, por ejemplo, el préstamo de valores y de efectivo.
 - Armonización del tratamiento legal del registro de valores, que debiera tener la consideración de actividad pública y mantenerse centralizado para cada emisión en la jurisdicción doméstica en donde esté registrado el folleto del emisor, al objeto de facilitar su integridad, y estar convenientemente supervisado²⁸.
6. Apoyar la armonización a nivel europeo del papel de los custodios internacionales en el tratamiento del registro de titularidades finales, cuestión que es crítica para poner término a la opacidad²⁹ de la situación actual. Ésta tiene serias implicaciones no sólo para la supervisión del mercado, sino para el control y seguimiento de los accionistas finales.

VI.3. Relacionadas con las especificidades del sistema español

Con el fin de facilitar la interoperabilidad del sistema de liquidación español con los sistemas existentes en Europa, convendría revisar, y en su caso modificar, ciertos aspectos. Entre las posibles iniciativas a considerar se encuentran:

7. El trasvase de los procesos de identificación de operaciones sobre valores de contado y de sus titulares desde las bolsas al sistema de post-contratación español, que actualmente es operado por la sociedad de sistemas *Iberclear*.
8. La modificación del seguimiento numérico de titularidades basado en la justificación previa a la liquidación de las referencias numéricas discretas, las RR, de cada operación a liquidar, reemplazándolo por otro sistema de seguimiento numérico de las operaciones más ágil y flexible, que puede estar basado en un sistema de saldos.
9. La modificación del momento en el que las operaciones de renta variable contratadas en mercados alcanzan su firmeza, de forma que ésta se consiga cuando se

28. Se recuerda que existen cuestiones de gran importancia pendientes del Convenio de La Haya, ver página 31.

29. Debido a la cadena de custodios interpuestos actuando de fiduciarios por cuenta de propietarios y beneficiarios desconocidos y opacos y al surgimiento de operaciones de ingeniería financiera que permiten disociar propiedad, riesgos inherentes a ella y derechos de voto, se ha acrecentado la opacidad de los titulares finales para los sistemas de registro central de valores.

constate efectivamente la certeza del intercambio de valores y de efectivo y no en el momento de la contratación.

10. El establecimiento, tras evaluar su viabilidad y su conveniencia, de una CCP en España también para renta variable, al objeto de simplificar los procedimientos previos a la liquidación, con capacidad de procesar operaciones procedentes de otros mercados de valores, españoles y extranjeros.

Las medidas señaladas no son sencillas por los cambios que requieren en la legislación y en los procesos técnicos. Sin embargo, de considerarse apropiadas, deberían adoptarse cuanto antes, para que pudieran ser efectivas en un horizonte próximo.

VI.4. Otras medidas en el ámbito de la post-contratación

11. El trasvase de la renta fija bursátil (del Mercado Electrónico de Renta Fija y de los de viva voz) al mercado AIAF y la unificación bajo un mismo sistema de liquidación y registro a todos los valores de la misma naturaleza respecto a su forma de negociación (por ejemplo: el contado), independientemente de la plataforma de negociación en la que se contraten.
12. Instar y supervisar al sistema de post-contratación español a que desarrolle con la máxima prontitud y alcance las medidas necesarias para el tratamiento de contrapartida compradora de ventas no cubiertas, que facilita la reforma de los artículos 57, 58, 59 y 61 del Real Decreto 116/92 sobre anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de valores bursátiles introducidas en el Real Decreto 363/2007, de 16 de marzo.

