

## Target2-Securities

Susana Núñez y Montserrat Jiménez (\*)

(\*) Susana Núñez es Directora del Departamento de Sistemas de Pago del Banco de España. Montserrat Jiménez es analista del mismo Departamento. Sus opiniones vertidas en este artículo se hacen a título personal y no reflejan necesariamente las del Banco de España.



# 1 Introducción

Desde el inicio de la Unión Europea (UE), dos objetivos han marcado el rumbo de las iniciativas públicas europeas en el ámbito financiero. De un lado, el establecimiento de una moneda única y del otro, la consecución de un mercado único de servicios financieros para toda la UE. En concreto, el Consejo Europeo de Lisboa de marzo de 2000 reconoció el papel central de unos mercados financieros eficientes para la competitividad europea a largo plazo y para el desarrollo económico: *“Los mercados financieros eficientes y transparentes alientan el crecimiento y el empleo mediante una mejor asignación del capital y una reducción de sus costes, por lo que son de vital importancia para la promoción de nuevas ideas, el apoyo a la cultura empresarial y el fomento del acceso a las nuevas tecnologías y de su utilización. Es fundamental explotar el potencial del euro para aumentar la integración de los mercados financieros de la UE. Además, unos mercados de capital riesgo eficientes desempeñan un importante papel en las PYMES innovadoras de elevado crecimiento y en la creación de nuevos puestos de trabajo duraderos”*.

Las iniciativas privadas y públicas surgidas en los últimos años con el objetivo de aumentar la competencia entre las infraestructuras de valores se han desarrollado con bastante lentitud y hasta ahora han tenido un efecto escaso en la integración de los mercados financieros en Europa. Uno de los requisitos claves es la eliminación de la elevada fragmentación de las infraestructuras de los mercados de valores. Los movimientos del mercado han sido insuficientes, en parte debido al hecho de que las infraestructuras actúan como monopolios en el ámbito nacional, por las características propias<sup>1</sup> de su actividad (monopolios naturales) y por el amparo que encuentran en las regulaciones nacionales.

En el ámbito de las infraestructuras de pagos, los bancos centrales han venido trabajando, especialmente desde la introducción del Euro, para conseguir que las transferencias de efectivo en Europa se hagan de forma eficiente, segura y en igualdad de condiciones para todas las entidades participantes. En una primera etapa, el Eurosistema creó el sistema TARGET (sistema de pagos bruto en tiempo real) mediante el enlace de cada uno de los sistemas de liquidación de pagos de los bancos centrales con el resto. Es decir, en un primer momento se optó por una arquitectura descentralizada y con una armonización que alcanzaba a los aspectos más relevantes (RTGS<sup>2</sup>, horarios, criterios de acceso al crédito intradía, etc.). Posteriormente, ante la demanda por parte de las entidades financieras europeas de unos servicios de pago modernos, armonizados y que cubriesen sus necesidades en un entorno cada vez más internacional, el Eurosistema comenzó el desarrollo de la segunda generación del sistema TARGET, un sistema de grandes pagos centralizado (TARGET<sub>2</sub>) que ha iniciado su funcionamiento en noviembre de 2007 y que integra operativamente en una única

---

<sup>1</sup> Tales como las economías de escala y de alcance ó externalidades de red.

<sup>2</sup> Sistema de liquidación bruta en tiempo real.

plataforma técnica los sistemas de pagos que venían gestionando cada uno de los bancos centrales, aunque legalmente continúa existiendo un sistema por cada banco central. TARGET2 (T2) ofrece a todas las entidades participantes los mismos servicios, funcionalidades, interfases y una única estructura de precios. Es decir, permite a las entidades operar bajo las mismas condiciones en toda Europa, promoviendo la eficiencia y la integración en los mercados financieros. T2 permite a los participantes centralizar su liquidez en una única cuenta y, por tanto, mejorar su gestión de tesorería. T2 ofrece también servicios de liquidación de efectivo a otros sistemas que liquidan en dinero del banco central<sup>3</sup>, como es el caso de los sistemas de pago al por menor, las cámaras de compensación y los sistemas de liquidación de valores.

En este contexto, de integración de las infraestructuras de liquidación de pagos por el Eurosistema, y teniendo en cuenta la fragmentación, en cuanto al número y diversidad de modelos, de los sistemas de liquidación de valores surge la idea de TARGET2-Securities (T2S). Este proyecto, ofertado por el Eurosistema a los DCV<sup>4</sup> sigue un modelo de integración prácticamente paralelo al que brevemente acaba de describirse para T2. Se pretende, al igual que en T2 para el efectivo, integrar en una plataforma técnica única, en la que correrían las cuentas de valores de los DCV, la liquidación de todas las operaciones de valores. Además, para conseguir la máxima eficiencia y seguridad, en la misma plataforma se llevaría a cabo la liquidación de las dos transferencias, la de valores y la de efectivo, asociadas a cada una de las operaciones de compraventa de valores. Los participantes continuarían abriendo las cuentas de efectivo en los bancos centrales correspondientes y las cuentas de valores en los DCV, a la vez que conservarían las correspondientes relaciones contractuales y de negocio con estos últimos. Ambas iniciativas, T2 y T2S, son herramientas técnicas y operativas que facilitan la integración de los mercados y, por tanto, contribuyen decisivamente a la consecución de un mercado financiero único en Europa.

Este artículo pretende mostrar las líneas generales del proyecto T2S y sus posibles efectos en los mercados y el sistema financiero en general. El segundo apartado presenta el contexto y las razones que han dado origen a esta iniciativa. El tercer apartado describe el proyecto, incluyendo algunos aspectos técnicos y operativos. En el apartado cuarto se analizan los posibles logros de una iniciativa como T2S y en el quinto el análisis se centra en su posible impacto en el mercado español. Por último, el sexto apartado presenta cómo se ha desarrollado el proyecto T2S hasta este momento y su evolución futura.

## 2 El por qué de T2S

En el ámbito de los valores, la armonización e integración<sup>5</sup> de las infraestructuras (Bolsas de valores, plataformas de negociación, entidades de contrapartida central, DCV, etc.) se ha producido de forma desigual entre la

---

<sup>3</sup> Cuentas de efectivo que las entidades mantienen en los bancos centrales.

<sup>4</sup> Depositarios centrales de valores.

<sup>5</sup> Entendida como la existencia de un mismo conjunto de normas de funcionamiento, libertad de acceso a los servicios e igualdad de trato a todos los participantes.

actividad de contratación y la de post-contratación<sup>6</sup> y, al menos en esta última, no se ha avanzado lo suficiente como para conseguir un mercado financiero único. En el área de la negociación o contratación, las infraestructuras sí están experimentando un importante proceso de consolidación<sup>7</sup>, tanto en el ámbito nacional como en el internacional, yendo incluso más allá del propio ámbito europeo. La desmutualización<sup>8</sup> de las bolsas, el desarrollo tecnológico y las regulaciones europeas dirigidas a liberalizar el sector, han impulsado un proceso de compras y fusiones. En unos casos la consolidación se ha producido entre infraestructuras que ofrecen un mismo servicio, por ejemplo la agrupación de distintas bolsas de valores en un único grupo, lo que se conoce como consolidación horizontal, y en otros, se han agrupado entidades que realizan funciones en las distintas fases de una operación de compraventa de valores, conocido como consolidación vertical (v.g. fusión de una bolsa con una entidad de contrapartida central y un depositario central de valores).

En este proceso de consolidación destacan la fusión de la Bolsa de Nueva York (NYSE) y el grupo *Euronext* a principios de 2007, la consolidación de los mercados nórdicos y bálticos en el Grupo OMX y la fusión, en junio de 2007, de la Bolsa de Londres (LSE) con el Grupo de Bolsa Italiana, que a su vez surgió de un proceso de consolidación vertical de las infraestructuras de negociación, compensación y liquidación italianas. El Grupo *Deutsche Börse* (DB) también es el resultado de un proceso de consolidación vertical de ámbito principalmente nacional, aunque incluye al depositario de valores internacional *Clearstream* Luxemburgo. España no ha sido ajena a esta tendencia y sus infraestructuras de valores también han sufrido un proceso de consolidación vertical nacional que ha dado origen al *holding* de Bolsas y Mercados (BME).

En el área de la post-contratación, la integración ha sido menor o, cuando menos, insuficiente y ello particularmente en el ámbito de los sistemas de liquidación de valores que es precisamente el ámbito en el que seguramente es más necesaria. Se han dado pasos pero en general se han mantenido las infraestructuras de ámbito nacional, permaneciendo 18 depositarios centrales de valores en el área del euro que, como se ha mencionado anteriormente, funcionan como monopolios en cada uno de sus países. Entre las iniciativas de consolidación internacional destaca la del Grupo *Euroclear*<sup>9</sup>, que ha desarrollado una plataforma de liquidación común para los DCV nacionales que pertenecen al Grupo. Otra iniciativa de consolidación ha sido la que han realizado los DCV nórdicos (Grupo NCSD) aunque, como en el caso de *Euroclear*, se han mantenido los DCV nacionales. Además, como ya se ha mencionado, el Grupo *Deutsche Börse* integra el DCV alemán *Clearstream Banking Frankfurt* y el depositario de valores internacional *Clearstream* Luxemburgo.

---

6 La post-contratación incluye la actividad de registro, compensación y liquidación de los valores. En general, se consideran infraestructuras de post-contratación las entidades de contrapartida central y los depositarios centrales de valores nacionales e internacionales.

7 Mediante alianzas, fusiones o adquisiciones.

8 Cambio de la estructura de propiedad y gestión por el que asociaciones mutualistas formadas por los miembros o usuarios del mercado se convierten en empresas financieras cuyos propietarios/accionistas no tienen necesariamente que ser sus usuarios. En algunos casos, la desmutualización ha ido acompañada de la cotización en bolsa de las acciones de estas empresas.

9 Formado por los DCV de Francia, Bélgica, Holanda y Reino Unido y el depositario de valores internacional Euroclear Bank.

Como consecuencia de esta fragmentación en la actividad de post-contratación, el coste de las operaciones de valores transfronterizas en Europa es mucho más elevado que el de las operaciones estrictamente nacionales. Entre otras razones, es necesario el uso de largas cadenas de intermediarios para adquirir los valores depositados en DCV diferentes a los del propio país, lo que incrementa considerablemente el coste.

Además, el marco legal, el fiscal y las prácticas de mercado en cada uno de los países de la Unión Europea son distintos y, en muchos casos, las diferencias actúan como barreras de entrada en cada país que son difíciles de superar, limitando así la competencia.

Las autoridades europeas, conscientes de esta situación, han tomado diferentes tipos de medidas. En los últimos años, y con el fin de acelerar el proceso de armonización e integración de los diversos sectores financieros, se han aprobado varias directivas, entre las que cabe destacar la Directiva sobre firmeza en los sistemas de pagos y liquidación de valores (1998/26/CE), la relativa al uso de garantías financieras (2002/47/CE) y la relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) (2004/39/CE)<sup>10</sup>. Ninguna de estas normas comunitarias ahonda abiertamente en el ámbito de la compensación y liquidación de valores, aunque la MiFID trata de reforzar, en su artículo 34, el principio de libre acceso transfronterizo a los sistemas de liquidación.

En el año 2006, la Comisión Europea analizó la posibilidad de elaborar una Directiva específica sobre compensación y liquidación tras la publicación de los informes Giovannini<sup>11</sup>, que identifican los obstáculos para la consecución de un mercado único de valores en la UE. Pero, finalmente, decidió esperar a los resultados de la puesta en marcha de un Código de Conducta, impulsado por el comisario McGreevy, que en aquel momento fue firmado por la industria<sup>12</sup>, cuyo objetivo último es el aumento de la competencia en la actividad de compensación y liquidación y la reducción de costes en la operativa transfronteriza de valores. El Código de Conducta incluye una serie de medidas destinadas a aumentar la transparencia de precios de los servicios, liberalizar el acceso y fomentar la interoperabilidad<sup>13</sup> entre infraestructuras<sup>14</sup>, mediante el establecimiento de conexiones entre ellas, y forzar la separación administrativa y contable de los servicios que estos proveedores ofrecen. De esta forma, se pretende facilitar la libre elección del proveedor de servicios y con ello el aumento de la competencia en el sector.

Los bancos centrales europeos y, en especial el Eurosistema, han seguido muy de cerca las iniciativas que han ido surgiendo en el área de la liquidación de valores por varias razones. En primer lugar, por su preocupación por la estabilidad

---

<sup>10</sup>Traspuesta a la legislación española por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre.

<sup>11</sup>El primer informe se publicó en noviembre de 2001 e identifica quince obstáculos o "barreras" que impiden la existencia de un mercado único de valores en la Unión Europea. El segundo, publicado en el año 2003, propone acciones concretas y prioridades para eliminar las barreras definidas en el primer informe, la estimación del tiempo necesario en cada caso y el responsable de su eliminación.

<sup>12</sup>Representada por la 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).

<sup>13</sup>Por interoperabilidad se entiende el establecimiento de enlaces operativos entre infraestructuras para la comunicación y el procesamiento de operaciones entre sus participantes.

<sup>14</sup>Incluso entre las de distinto tipo, p.e., entre plataformas de negociación y entidades de contrapartida central o entre éstas y los depositarios centrales de valores .

financiera, ya que estas infraestructuras pueden introducir en el sistema financiero riesgos sistémicos, tanto por los grandes volúmenes que en ellos se liquidan como porque, además, generalmente lo hacen en dinero del banco central. Es decir, la mayor parte de las operaciones de valores denominadas en euros se liquidan en las cuentas de tesorería abiertas en los bancos centrales. De hecho, el sistema de grandes pagos T2 podría verse bloqueado si se produjese un fallo en los sistemas de liquidación de valores que, por efecto de contagio, impidiera a sus entidades tener liquidez suficiente para hacer frente a otras obligaciones de pago y aportar valores como garantía a los bancos centrales para acceder a la liquidez proporcionada por ellos.

La segunda razón por la que la seguridad y el buen funcionamiento de los sistemas de liquidación de valores son importantes para los bancos centrales es que éstos los utilizan en la ejecución de las operaciones de política monetaria y de crédito intradía con sus contrapartidas. Por tanto, el nivel de integración es también importante para conseguir en la práctica un alto grado de efectividad en la transmisión de la política monetaria. Todas las operaciones de crédito de los bancos centrales tienen que estar completamente garantizadas con activos que, en la mayoría de los casos, se encuentran depositados en los DCV. La provisión de liquidez por parte del Eurosistema puede verse afectada si se producen ineficiencias, errores o mal funcionamiento en el proceso de liquidación.

Durante la fase de desarrollo del sistema de pagos T2, el Eurosistema analizó las diferentes modalidades nacionales existentes respecto a la interacción entre los sistemas de liquidación de pagos y los de valores en el área del euro. En la fase anterior ya se habían definido las soluciones de tipo técnico, definición que básicamente tuvo en cuenta los requerimientos expresados por los diferentes DCV. Posteriormente, al profundizar en este análisis se tuvieron en cuenta otras consideraciones. Entre ellas, se puso de manifiesto la fragmentación existente en el ámbito de los sistemas de liquidación de valores y no sólo en cuanto a número sino también en cuanto a la diversidad de modelos, alguno de los cuales, aunque admitido inicialmente en un contexto aislado y puramente local, era de más difícil aceptación, cuando no inviable, en el caso de que se produjera su extensión y proliferación porque, aparte de implicar la delegación de funciones básicas de los bancos centrales a entidades privadas, acabaría comprometiendo el objetivo de concentración de la liquidez tan demandado por las entidades para desarrollar el sistema T2.

Por otra parte, tampoco se vislumbraba ninguna alternativa realista del mercado para conseguir la integración en los términos establecidos en el Consejo Europeo de Lisboa. Por añadidura, la integración en el ámbito de la liquidación de los valores resulta mucho más necesaria que en cualquiera de las otras fases de una operación de valores. Y ello hasta el extremo de que, si se consideran exclusivamente el punto de vista operativo y el de control de riesgos de liquidación, lo deseable es la consolidación en un mismo sistema o plataforma la liquidación de todos los valores, de manera que puedan minimizarse los fallos en las entregas de valores y, por tanto, minimizar los riesgos de liquidación. Y avanzando un paso más, también dentro de esta política de gestión de riesgos, hay que admitir que, dadas las interdependencias entre los sistemas de pagos y de valores, es más seguro y

eficiente mantener en una misma plataforma las cuentas de valores y de efectivo puesto que, por citar alguna de las ventajas, facilita y agiliza el proceso de entrega contra pago, la provisión de crédito por parte de los bancos centrales, automatizándola prácticamente cuando su plazo es intradía.

Las consideraciones anteriores y el hecho de que una plataforma de estas características (integración de valores y dinero del banco central) no pueda ser gestionada por entidades privadas llevó al Eurosistema a estudiar la posibilidad de desarrollar una plataforma de liquidación única de valores y efectivo (T2S). Los usuarios se han mostrado muy receptivos a esta iniciativa y así se reflejó en las reacciones recibidas tras la primera consulta al mercado. Obviamente, el resto de las iniciativas europeas en curso, como la MiFID y el Código de Conducta, destinadas a fomentar la integración de los mercados y sistemas de compensación y liquidación de valores también fueron tenidas en cuenta por el Eurosistema en la toma de esta decisión. De hecho, T2S constituye una iniciativa que complementa y potencia a las anteriores.

### 3 Qué es T2S

El objeto de T2S es concentrar la liquidación de las operaciones de valores en euros<sup>15</sup>, en dinero del banco central, en una plataforma única centralizada en la que correrían las cuentas de valores y de efectivo. T2S es una forma de conseguir la integración a través del establecimiento de una infraestructura técnica básica para el área monetaria del euro, compartida por todos los proveedores de servicios de compensación y liquidación (DCV), que funcionaría bajo unas mismas reglas y permitiría la igualdad de trato y acceso a todos los participantes.

Al igual que T2, la plataforma técnica T2S sería propiedad y estaría gestionada operativamente por el Eurosistema, que mantiene un compromiso claro por la integridad financiera y no tiene interés económico propio, lo que asegura que una infraestructura como T2S para toda Europa pueda construirse para el beneficio de los usuarios. T2S estaría operado bajo el principio de recuperación de costes y no de obtención de beneficios.

A esto hay que añadir que el proyecto se beneficiará de las sinergias con T2 y con otras facilidades que el Eurosistema desarrolle. Para conseguir que las sinergias sean lo mayores posibles, T2S se desarrollaría en torno a la misma plataforma que T2. De esta forma, las cuentas de valores y de efectivo se encontrarían en la misma plataforma. El procesamiento de las operaciones contaría con los mismos niveles de fiabilidad y seguridad operativa y con los mismos mecanismos de contingencia y sistemas de respaldo que T2, asegurando así la recuperación de la actividad y la finalización del proceso de liquidación en situaciones de emergencia.

---

<sup>15</sup>T2S ofrecería también el servicio de liquidación de valores en otras divisas europeas en dinero del banco central si el mercado del país correspondiente lo solicita y su banco central lo autoriza.

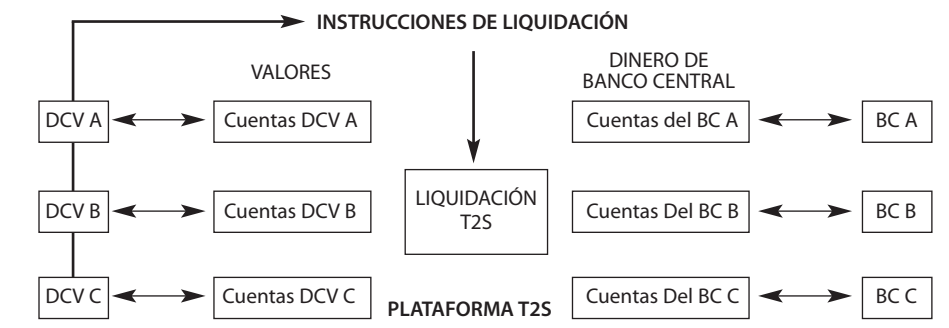


Es importante destacar que se trata de un servicio ofrecido a los DCV y en ningún caso se pretende crear un DCV. Los DCV delegarían en T2S la actividad de liquidación, aunque serían ellos los que seguirían ofreciéndoselo a sus participantes, al igual que el resto de los servicios que actualmente desarrollan, y que continuarían realizando, como el registro central, la custodia, la administración, la gestión de los derechos de los accionistas y todos aquellos considerados servicios de valor añadido. Además, puesto que T2S constituye básicamente un soporte técnico, los DCV continuarán realizando el seguimiento diario del proceso de liquidación, y relacionándose directa y exclusivamente con sus participantes para las consultas y la gestión de incidencias que puedan presentarse durante dicho proceso. Es decir, los DCV mantendrían las mismas funciones que ahora tienen encomendadas, manteniéndose su relación legal y comercial con sus participantes.

La plataforma de liquidación seguiría lo que se denomina modelo de liquidación integrado, es decir, aquel en el que las cuentas de valores y efectivo se encuentran en la misma plataforma. T2S gestionaría ambos tipos de cuentas, lo que permitiría ofrecer mejores mecanismos de gestión de la liquidez y de los valores entregados como garantía (colateral). Conforme a lo solicitado por la mayoría de sus potenciales usuarios, está prevista la utilización de “cuentas dedicadas” de efectivo. El saldo de dichas cuentas se utilizaría exclusivamente para la liquidación de las operaciones de valores y correspondería a una parte del saldo total de las cuentas de tesorería que las entidades mantienen en T2.

**Esquema de la plataforma T2S**

GRÁFICO 1



Las cuentas de valores, aunque residirían en dicha plataforma, continuarían abiertas en los DCV (legal y contractualmente), que seguirían siendo los responsables de su apertura y cierre, de su mantenimiento y de la actualización de su información. Cada una de las cuentas de valores residentes en T2S tendrían que estar necesariamente adscritas a un único DCV y todas las operaciones que afecten a los saldos de las cuentas serían anotadas en la plataforma T2S (operaciones de mercado primario, secundario, etc.).

En T2S se mantendría una base de datos con toda la información relativa a los DCV, los usuarios de T2S, las emisiones, las cuentas de valores y efectivo y las monedas en las que T2S liquide, que sea necesaria para la liquidación de las operaciones de valores. Cada DCV sería responsable de la actualización de la información que le

corresponde y, obviamente, dispondría en todo momento de la misma, así como de aquella relativa a las operaciones de valores que estén depositados en sus cuentas. T2S ofrecería diferentes mecanismos para acceder a la información y, obviamente, permitiría a las DCV que se adhieran cumplir con los requisitos legales, de supervisión y vigilancia que tengan establecidos, incluidos los relativos a la información que han de aportar a las autoridades correspondientes.

T2S ofrecería únicamente servicios de liquidación, entendido como el conjunto de procesos por los que pasa una instrucción en un sistema de liquidación de valores desde que entra en el mismo hasta que finalmente se liquida. Es decir, incluirá procesos tales como la validación y el case de las instrucciones de liquidación<sup>16</sup> y todos aquellos que sean necesarios para su mantenimiento hasta la liquidación de los valores y el efectivo.

En la plataforma se podrían liquidar todas las operaciones negociadas en los diferentes mercados europeos (bolsas, plataformas de negociación, OTC, etc.). T2S permitiría a los participantes elegir libremente el mercado donde adquirir los valores y el DCV en el que tenerlos depositados.

Todos los activos (valores) depositados en los DCV que se adhieren a T2S, que tengan un número de identificación internacional (ISIN), que estuvieran representados mediante anotaciones en cuenta y fuera fungibles se liquidarían en T2S.

En cuanto al funcionamiento de la plataforma, T2S ofrecería un servicio de liquidación bruta de valores y efectivo en tiempo real bajo el principio de entrega contra pago y con horarios armonizados para todos los DCV que se adhieren. La plataforma ofrecería mecanismos de optimización de valores y efectivo y facilitaría la “autocolateralización<sup>17</sup>”, independientemente del DCV y del banco central donde se encuentren las cuentas de valores y efectivo. Está previsto que la liquidación pueda realizarse durante el día y también durante la noche, como ya ofrecen algunos DCV, facilitando así que se lleve a cabo lo antes posible.

También está previsto que la plataforma ofrezca un servicio de case centralizado para las operaciones OTC, lo que ha sido cuestionado por los DCV que lo consideran un servicio de valor añadido, al alegar que no tiene que estar necesariamente ligado a la liquidación. Los participantes, sin embargo, ven el servicio de case como un paso previo y asociado a la liquidación, cuya separación resultaría ineficiente. Además, consideran que la centralización de los procesos tiene muchas ventajas. Finalmente, se ha llegado a un acuerdo por el que todas las operaciones entre participantes de diferentes DCV se casarían en T2S, al igual que las de los participantes que opten por conectarse directamente a la plataforma, como a continuación se indica.

T2S permitiría a los participantes conectarse directamente con la plataforma, si así

---

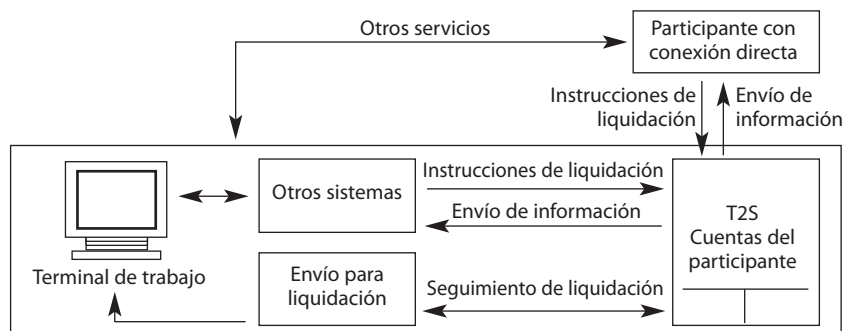
<sup>16</sup>Correspondientes a operaciones OTC de valores, es decir, las negociadas fuera de los sistemas de contratación y las no compensadas a través de entidades de contrapartida central, puesto que estas entrarían ya casadas en T2S.

<sup>17</sup>Se entiende por “autocolateralización”, la provisión de crédito intradía mediante la aplicación de un automatismo que permite, en el caso de valores admitidos como colateral por el Eurosistema, al comprador de valores su conversión inmediata en liquidez para hacer frente a la compra. Y, a la inversa, al vendedor de valores recuperar los valores previamente entregados al Banco Central a cambio de la liquidez que obtiene con la venta y así realizar la entrega en dicha operación de venta.

lo acuerdan con el DCV correspondiente. Esta facilidad, que es puramente técnica, ha sido bastante criticada por los DCV que ven en ella una forma de romper la relación con sus usuarios. Por el contrario, los participantes, especialmente aquellos que son participantes de varios DCV, han insistido en que T2S ofrezca este servicio, ya que les permitiría tener un único punto de entrada para comunicar todas sus operaciones. T2S ofrecerá finalmente a los participantes la opción de conectarse directamente con la plataforma al considerarlo un asunto puramente técnico, que no rompe la relación entre los participantes y sus DCV y que no supone ningún coste adicional para el proyecto. Esta decisión de los participantes dependerá de muchos factores. Entre otros, de si el participante decide mantener todos sus valores en un único DCV o en varios, de los servicios de valor añadido que ofrezca el DCV, de los costes de la conectividad directa o indirecta, etc. Por tanto, en este momento es muy prematuro especular sobre si serían muchos o pocos los participantes conectados directamente a la plataforma.

### Conectividad directa en T2S

GRÁFICO 2



## 4 Logros potenciales de T2S

Hay muchas razones para calificar T2S como un proyecto muy ambicioso y de gran envergadura. Implica a un número muy elevado de instituciones, afecta a un amplio conjunto de instrumentos financieros y supone gestionar un elevado número de emisiones de valores y de operaciones sobre ellos implicando, por tanto, el procesamiento de un enorme importe de valores y de efectivo. No es fácil conocer y, sobre todo, medir todas las implicaciones de un proyecto de esta naturaleza. No obstante, los estudios realizados hasta la fecha ponen de manifiesto que su puesta en funcionamiento implicará grandes cambios, no sólo en la liquidación de los mercados de valores, sino también en el sistema financiero en general, lo que terminará generando beneficios de carácter económico y social para la economía europea en su conjunto.

Se han realizado diferentes estudios que comparan la situación de la liquidación en Europa con la de Estados Unidos<sup>18</sup>, donde el proceso de consolidación de las

<sup>18</sup>Por ejemplo, ver el cuadro 7 (Visión general de los estudios de costes de los sistemas de compensación y liquidación) del artículo de Heiko Schmiedel y Andreas Schönenberger: "Integration of securities market infrastructures in the euro area", *ECB, Occasional Paper Series no. 33, July 2005*.

infraestructuras se produjo hace años. Todos ellos revelan el elevado coste de las transacciones transfronterizas dentro de Europa, derivado de su elevada fragmentación, comparado con el de Estados Unidos. Europa necesita ser competitiva frente a Estados Unidos y al resto de las grandes economías mundiales y T2S podría ayudar a conseguirlo.

El objetivo fundamental del proyecto T2S es hacer que la liquidación transfronteriza dentro de la plataforma sea tan segura y eficiente a como lo es actualmente la nacional y se realice al mismo coste.

Se ganaría en seguridad y eficiencia porque, al contrario de como sucede actualmente, T2S permitiría que las operaciones transfronterizas se liquiden bajo el principio de entrega contra pago y en dinero de banco central, por lo que se reduciría el riesgo de principal y de liquidez y se asimilarían al de la operativa nacional. La concentración en una misma plataforma técnica de todas las cuentas de valores y de efectivo permite maximizar la eficiencia en términos operativos para el conjunto de operaciones nacionales y transfronterizas, puesto que tal concentración propicia la reducción de fallos tanto en las entregas de valores como en el pago de su correspondiente efectivo y facilita una mejor gestión del colateral y de la liquidez.

La centralización de la actividad de liquidación en una única plataforma, permitirá también aprovechar las economías de escala y de red, características inherentes a este tipo de actividad, lo que redundará en una reducción del coste de liquidación por operación. Cuanto mayor sea el número de usuarios de la plataforma, mayor será el número de transacciones entre las que dividir el coste de la inversión tecnológica y de comunicaciones. Además, el efecto dinámico resultante del propio abaratamiento de costes, en la medida en que propicie un aumento de los volúmenes negociados y por tanto liquidados, reforzaría la reducción de costes por operación procesada.

Una de las ventajas directas del proyecto será la armonización de los protocolos de comunicación y los procedimientos operativos, con los consiguientes beneficios, en términos de eficiencia, para las entidades que participan en varios DCV. Dicha armonización facilitará a los participantes la selección del DCV ya que les resultará más fácil y menos costoso elegir un DCV diferente. En suma, favorecerá el aumento de la competencia entre los proveedores de estos servicios. El aumento de la eficiencia y la competencia se traducirían asimismo en una reducción de los costes.

T2S evitará la necesidad de múltiples conexiones técnicas entre los DCV, posibilitando el cumplimiento de uno de los puntos más destacados del código de conducta firmado por los DCV, el relativo al acceso y la interoperabilidad<sup>19</sup>. En las operaciones de valores entre participantes de diferentes DCV, T2S anotará los valores en las cuentas de los participantes y realizará automáticamente y en tiempo real los reajustes correspondientes en las cuentas que los DCV

---

<sup>19</sup> Sería necesario que los DCV estuviesen dispuestos a establecer acuerdos con otros DCV y proveer servicios de administración y custodia para los valores que ellos no hayan emitido. Cada DCV tendría que definir los valores que está dispuesto a aceptar.

mantienen entre sí. Es decir, T2S aportará los medios técnicos necesarios para que los movimientos de valores entre participantes de distintos DCV se procesen de la misma forma que si perteneciesen al mismo DCV. De esta forma, T2S resuelve la interoperabilidad de forma más sencilla y con un coste menor. Además, para los DCV aumenta la posibilidad de extender los servicios de custodia y administración que ofrecen para sus valores a valores emitidos en otros DCV, lo que supone una nueva oportunidad de negocio. Podrían dejar de ser proveedores exclusivamente nacionales y convertirse cada vez más en depositarios internacionales.

Por otra parte, los DCV que, por su tamaño u otras razones, en un proceso de integración a través de fusiones y adquisiciones pudieran tener mayor riesgo de desaparecer o diluirse, podrían aprovechar la plataforma T2S para mantener o incluso aumentar su negocio y competitividad. T2S facilita la coexistencia de múltiples DCV que compitan entre sí.

Asimismo, las entidades con menor presencia internacional, a pesar del riesgo de desintermediación que supone T2S, se encontrarán con un escenario más sencillo y barato para acceder a una gama más amplia de activos a través del DCV en el que participan.

T2S facilitará la gestión transfronteriza del colateral a los participantes de los DCV, permitiéndoles definir su estrategia de negocio de diferentes formas y reducir costes al tener centralizados todos los valores y el efectivo en una plataforma de liquidación única. Una opción, que dependerá del servicio ofrecido por el DCV, sería que el participante mantuviese todos sus valores depositados en un único depositario central de valores y que este le ofreciese todos los servicios de custodia y de valor añadido. De esta forma el participante vería reducidos sus costes al no necesitar múltiples custodios locales para acceder a los valores de otros DCV y le permitiría una gestión más eficiente. Otra posibilidad sería acceder como participante a múltiples DCV, centralizando en T2S la liquidación de todas las operaciones realizadas sobre los valores depositados en todos ellos. Además, podría conectarse directamente a T2S con el objetivo de mantener una única interfase de comunicación con los diferentes DCV y reducir costes de conexión. En consecuencia, la variedad de opciones que T2S ofrece ayudaría a las entidades a una gestión más eficiente.

Finalmente, T2S haría más fácil la libre elección y el acceso de las empresas de servicios de inversión y de las infraestructuras de contratación (bolsas, sistemas multilaterales de negociación, etc.) a los diversos sistemas de liquidación (DCV) de la UE, tal como establece la MIFID. Estas, al igual que las entidades de contrapartida central, podrán optar por acceder directamente a T2S para comunicar las operaciones con independencia del DCV al que resulten adscritas. Los inversores podrían acceder a un mayor número de activos, diversificando sus carteras a un menor coste que el actual. Previsiblemente, T2S también tendría efectos sobre los emisores de valores, ya que podrían acceder con más facilidad a un número más amplio de inversores. Además, los menores costes de diversificación de las carteras y el ahorro de liquidez del mercado podrían dar lugar a un menor coste de financiación.

No obstante, es importante señalar que los posibles logros de T2S sólo se conseguirían si hay una adhesión generalizada de los DCV y si se superan las barreras existentes. Aunque nadie duda de las ventajas de armonizar procedimientos, en general los mercados tienden a considerar sus características peculiares como las mejores en términos de seguridad y eficiencia. Muchas veces es cierto que estas particularidades son el resultado de una evolución histórica propia, derivada de un continuo proceso de mejora de los sistemas en función de la experiencia y de las necesidades que han ido apareciendo. Sin embargo, si lo que se pretende es un mercado único, no parecen compatibles la armonización y el mantenimiento de todas esas peculiaridades en la misma plataforma. El resultado sería un sistema muy complejo y caro que no resolvería los problemas derivados de la fragmentación. Por esta razón, la idea es que T2S ofrezca básicamente servicios y procedimientos armonizados, aunque no se impediría que los DCV, con la condición de asumir a título individual el coste correspondiente, gestionasen las singularidades de cada mercado si estuviese justificado por sus normas o la demanda de sus usuarios. Será cada mercado el que deba valorar si el beneficio de mantener dichas características es mayor que su coste y las implicaciones que tendría en términos de competencia respecto a los mercados que no las tienen y ello, en todo caso, sin menoscabar los aspectos de seguridad y estabilidad financiera. Considerando el año 2013 como la fecha probable para el comienzo del funcionamiento de T2S, cabe esperar que en la mayoría de los casos dichas peculiaridades nacionales hayan desaparecido por el propio impulso armonizador del proyecto y de las otras iniciativas en curso.

En resumen, cabe resaltar lo que deberían ser los tres grandes logros de T2S: la armonización de la liquidación que hace de Europa un mercado único y más seguro, la reducción para los usuarios de las necesidades de colateral/liquidez y de los costes de financiación a través de la concentración del colateral y el efectivo en una misma plataforma y, finalmente, la igualación del coste de la liquidación transfronteriza en Europa con el de la liquidación nacional.

## 5 Posible impacto del proyecto en el mercado español

España no es ajena a las iniciativas públicas y privadas que se plantean en Europa en el ámbito financiero en general, y, en concreto, en lo que se refiere a los mercados de valores, tanto en la actividad de negociación como en la de post-contratación. Prueba de ello es el elevado número de representantes de organismos, instituciones y entidades españoles involucrados en los diferentes foros dónde se están elaborando o desarrollando iniciativas en estas áreas.

En lo que se refiere a T2S, el mercado español ha participado activamente en la primera fase del proyecto. Representantes de Iberclear, de entidades de crédito, del Banco de España y de las autoridades reguladoras y supervisoras de los mercados han formado parte de los diferentes grupos que se han establecido: Grupo de Consulta, Grupos Técnicos y Grupo Nacional de Usuarios. El Banco de España tiene un papel destacado en el proyecto al formar parte del Eurosistema y, además, ser uno los cuatro bancos centrales que se han ofrecido a desarrollarlo.

Un análisis del posible impacto de T2S en el mercado español requiere la consideración de dos factores importantes. De un lado, el efecto de las iniciativas europeas, entre las que destacan las ya repetidas por su complementariedad con T2S, la Directiva relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) y el Código de Conducta impulsado por la CE y firmado por la industria. De otro, no se puede obviar el plazo previsto para el desarrollo de T2S, es decir, el análisis debe hacerse considerando la posible situación de los mercados en el año 2013.

En principio, cabe afirmar que, a largo plazo, el impacto general de T2S en el mercado español será similar al que se producirá en el resto de los mercados europeos. Con T2S los inversores españoles podrían diversificar e internacionalizar sus carteras a un coste menor y los emisores podrían acceder más fácilmente a la financiación de otros mercados. Las entidades españolas no necesitarían utilizar a custodios locales o globales para acceder a los mercados internacionales, puesto que podrían centralizar la liquidación en T2S y sus valores en un único DCV, presumiblemente en Iberclear puesto que cabe suponer que el DCV español competirá con los demás DCV, incluso con otros custodios de valores, ofreciendo servicios de custodia más amplios e internacionales. Con ello, la complejidad y los costes de la operativa transfronteriza se verían reducidos considerablemente para las entidades españolas. No obstante, cabe admitir una desventaja ante la posible pérdida de parte del negocio actual en el caso de entidades que actúan como custodios locales en España aunque, en todo caso, compensada por las ventajas que T2S previsiblemente supone para el conjunto del sistema financiero.

No obstante, debido a las características específicas de cada uno de los mercados en Europa, el impacto a corto plazo puede diferir de unos mercados a otros. En España, la negociación y liquidación de la renta fija y de la renta variable siguen procedimientos de negociación y liquidación diferentes.

La negociación de la renta fija se realiza de forma descentralizada y es bilateral, directamente entre participantes o a través de plataformas de negociación. Respecto a la liquidación, las operaciones se liquidan una a una en tiempo real en Iberclear<sup>20</sup> (en la plataforma CADE), según el modelo de liquidación bruta de valores y efectivo. Es previsible que T2S no tenga un impacto relevante en la liquidación de los valores de renta fija porque la plataforma CADE sigue un modelo de liquidación que se ajusta al patrón europeo y que es el previsto en T2S. No obstante, T2S no sólo armonizaría el modelo de liquidación, sino los procedimientos que, en algunos detalles, podrían diferir de los actuales de Iberclear.

No sucede lo mismo respecto a la renta variable donde, cabe pensar, aunque solo en principio, que el impacto de T2S sería mayor. En este momento la negociación se realiza en un único mercado (Bolsa), centralizado y multilateral, que liquida exclusivamente en Iberclear (plataforma SCLV), en varios ciclos, según el modelo de liquidación bruta de valores y neta de efectivo. En este caso,

---

<sup>20</sup>Iberclear gestiona dos plataformas de liquidación de valores: CADE para la liquidación de la deuda pública y los valores de renta fija privada y SCLV para la liquidación de los valores negociados en Bolsa (acciones, warrants, etc).

no sólo el modelo de liquidación es diferente al previsto en T2S, sino que las normas de funcionamiento del mercado y determinados procedimientos administrativos, amparados en el principio de exclusividad de la negociación en la Bolsa y asociados al sistema de registro, compensación y liquidación, tienen unas características específicas que tendrían difícil encaje en T2S, pero que también con otras medidas contempladas en la MiFID y en el Código de Conducta y que serían de aplicación antes de la previsible entrada en funcionamiento de T2S.

En cuanto al modelo de liquidación de la renta variable, si bien es diferente, está previsto ya una solución para que T2S pueda liquidar operaciones resultantes de la negociación multilateral y en las que, como sucede en el mercado español, no hay interposición de una entidad de contrapartida central. Se trata de un procedimiento operativo que no requiere el desarrollo de funcionalidades específicas ni, por tanto, un coste adicional para Iberclear aunque sí una mayor implicación en el proceso operativo. Con todo, cabe admitir, que como resultado de la entrada en vigor de la MiFID y el Código de Conducta, en el año 2013 no todas las operaciones de renta variable concentran su negociación en la Bolsa y se liquidan en Iberclear. Antes de llegar a T2S, la negociación podrá ser bilateral por lo que, previsiblemente, Iberclear tendrá que realizar las oportunas adaptaciones para acercarse cada vez más a procedimientos armonizados.

De las demás especificidades del mercado español de renta variable, básicamente la que establece la firmeza de las operaciones en el momento de la contratación y la que exige, como paso previo a la liquidación, la justificación de las operaciones de venta realizadas en la Bolsa mediante las denominadas referencias de registro (RR), son las que tienen un encaje más difícil en un contexto internacional y de mercado único. Hay que recordar que, al margen de la existencia o no de T2S, la propia ley (la MiFID, ya incorporada a nuestro ordenamiento jurídico) acaba con la regla de concentración de la negociación y, potenciada por la autorregulación (Código de Conducta), establece el libre acceso de unas infraestructuras a otras y libertad de elección de las infraestructuras y de los servicios por parte de los participantes. Sin cuestionar en modo alguno la oportunidad y utilidad que estas especificidades hayan tenido en el pasado, hay que admitir la necesidad de su revisión en el contexto europeo, no ya porque resulten incompatibles con T2S, que lo son, aunque solo hasta cierto punto, sino porque impiden la igualdad de trato y, por tanto, la libre competencia a través de normas y prácticas aplicables en función del ámbito de contratación, plataforma de liquidación, DCV utilizado para registrar, tipo de operación, etc..<sup>21</sup>

Por tanto, considerando las iniciativas en marcha en Europa, y entre ellas T2S, se necesita hacer una reflexión sobre la situación del sistema financiero español en este nuevo entorno, cada vez más abierto y competitivo, y las posibles medidas a tomar para aprovechar las oportunidades que surgen. España no debería quedarse al margen de los beneficios de la integración en Europa.

---

<sup>21</sup>Con todo, y aunque no deban condicionar la liquidación, las especificidades que se acaban de señalar, más concretamente quizás la que se refiere a las referencias de registro por estar asociada al control del registro, ponen de manifiesto la necesidad de armonización legal a nivel europeo en un área como esta especialmente sensible.



## 6 Situación actual y futuro del proyecto T2S

Para los bancos centrales, al igual que para el resto de organismos e instituciones de la UE, la integración de los mercados de valores en Europa es un asunto crucial. Por ello, y por las razones antes señaladas, en julio de 2006, el Consejo de Gobierno del BCE decidió evaluar la posibilidad de crear una solución integradora que permitiese la liquidación de valores y efectivo en una única plataforma técnica.

En marzo de 2007, el Consejo de Gobierno concluyó que el proyecto era viable y beneficioso para el mercado, tomando en consideración el esquema del proyecto y un estudio de viabilidad legal, operativa, técnica y económica. Con ello comenzó la primera fase del proyecto dedicada a la elaboración de los requerimientos de los usuarios, en cooperación con los DCV y sus participantes.

En ese momento decidió que la plataforma T2S sería desarrollada y operada por el Eurosistema sobre la base de la plataforma T2, publicando tal decisión y la identificación de los cuatro bancos centrales ( los de Alemania, España, Francia e Italia) que estaban dispuestos a desarrollar y operar T2S. Todos ellos cuentan con una gran experiencia en el diseño y gestión de sistemas de liquidación de pagos y también, aunque no en todos los casos, de valores. Además, los bancos centrales de Alemania, Francia e Italia son los proveedores del sistema centralizado T2. Para el Banco de España es un gran reto participar en un proyecto de esta envergadura, una iniciativa frente a la que no podía permanecer al margen dado el tamaño del mercado de valores español en el conjunto del área del euro.

Durante la primera fase del proyecto, el trabajo realizado se ha caracterizado, y se pretende que siga siendo así, por una gran participación de los DCV y sus usuarios y una completa transparencia. Para ello se ha establecido una estructura organizativa en la que todas las partes implicadas están representadas. El BCE mantiene en su página web prácticamente toda la información y documentación existente sobre T2S, actualizándola permanentemente.

En la estructura de gobierno establecida para esta fase hay varios niveles en el proceso de toma de decisiones, correspondiendo siempre la decisión final al Consejo de Gobierno del BCE. Se ha creado un Grupo de consulta (*Advisory Group*), que informa directamente al Consejo de Gobierno, formado por 77 representantes de bancos centrales, DCV, usuarios y observadores del sector público y privado. De este Grupo dependen a su vez seis grupos técnicos, cada uno de los cuales se ha encargado de elaborar una parte de los requerimientos de los usuarios. El Comité de Sistemas de liquidación de Pagos y de Valores es el encargado dentro del Eurosistema de los asuntos relacionados con el proyecto y también informa directamente al Consejo de Gobierno. En total participan más de 188 expertos de más de 77 instituciones, incluidos todos los DCV del área del euro y aproximadamente 33 bancos custodios. Adicionalmente se han establecido 28 grupos nacionales (uno de cada país del área del euro y de Dinamarca, Noruega, Reino Unido, Suecia y Suiza) que han respondido a las mini-consultas sobre aspectos más técnicos lanzadas por los distintos grupos técnicos, con el objeto de aprovechar el conocimiento y la experiencia de los diferentes mercados, así como de conocer sus prácticas de mercado y sus necesidades.

A lo largo de estos seis meses, se ha elaborado una primera versión del documento que contiene los “requerimientos de los usuarios”. Tras su aprobación por el Grupo consultivo, el Eurosistema acaba de lanzar (diciembre de 2007) la consulta pública de dicho documento y de la metodología para el análisis económico del proyecto, que estará abierta hasta el día 2 de abril de 2008. Está previsto que en mayo el Grupo de Consulta evalúe los comentarios recibidos y proponga al Consejo de Gobierno la versión final de los requerimientos de los usuarios. Entonces, el Consejo decidirá si se aborda o no la siguiente fase, la del desarrollo de T2S.

En esta primera etapa, el proyecto ha contado con un gran apoyo del mercado en general pero también ha recibido sus críticas, casi siempre protagonizadas por los DCV. Entre otros asuntos se ha cuestionado la potestad del Eurosistema para desarrollar una iniciativa de este tipo, que ofrece un servicio a entidades privadas que ellas ya desarrollan. Sin embargo, las funciones que estatutariamente tienen encomendadas, tanto el Banco Central Europeo como los restantes bancos centrales que integran el Eurosistema, junto con el hecho de que la liquidación se produzca en las cuentas de tesorería abiertas en los bancos centrales, y la interdependencia de estas con las de valores, justifican lo que se ha calificado como intromisión del sector público en una actividad del sector privado. En esta misma línea también se ha planteado la incompatibilidad del Eurosistema para actuar al mismo tiempo como proveedor de servicios y responsable de su vigilancia. Existen, no obstante, formas de evitar que una actividad se vea afectada por la otra, tal y como se ha demostrado en la estructura de gobierno de T2, en la que la función operativa y de vigilancia están claramente definidas y separadas.

En este momento, quedan dos asuntos importantes pendientes en los que se pretende avanzar al mismo tiempo que se abre el periodo de consulta. Uno de ellos es la revisión del análisis coste/beneficio del estudio económico, ya que cuando se realizó el primer análisis faltaban por definir algunos asuntos relevantes del proyecto. Además, una vez definidos los requerimientos de los usuarios (sólo pendientes de los resultados de la consulta), será posible realizar un análisis de viabilidad económica más profundo que el que se realizó inicialmente. En el estudio se considerarán, entre otros factores, los costes del desarrollo de T2S para los bancos centrales, los costes de adaptación de los DCV y la reducción en sus costes por la introducción de T2S. El resultado deberá incluir el coste medio por operación liquidada y el impacto en el bienestar público.

El otro asunto en el que es necesario avanzar es en la definición de la estructura de gobierno de T2S para la siguiente fase del proyecto, la de su desarrollo, y en la que cabe esperar, como es lógico, un mayor protagonismo de los DCV. Adicionalmente, será necesario progresar en la identificación del contenido y elaboración de los contratos entre el Eurosistema como proveedor del servicio de liquidación y los DCV como usuarios del mismo.

Para que T2S sea viable y alcance sus objetivos es necesaria una masa crítica suficiente y por tanto, que participen el mayor número posible de DCV. Si todos los DCV europeos se adhieren a la plataforma nos encontraríamos en la situación ideal y de máxima integración de la liquidación en Europa. Sin embargo, a día de hoy, debe reconocerse que es una incógnita si habrá o no una adhesión masiva. Cabe pensar que existen ciertas reservas por parte de algunos

DCV, situación que, salvando las distancias, reproduce lo que ocurrió cuando surgió la idea de T2 respecto a los bancos centrales, planteada también en un primer momento como una plataforma opcional pero a la que finalmente se unieron todos los bancos centrales. Para tomar una decisión de tal envergadura, lo primero que los DCV necesitarían conocer, como clientes, es si el proyecto cubre o no sus necesidades. Es decir, si van a poder seguir ofreciendo a sus participantes el mismo nivel de servicios que ahora les facilitan directamente. La definición de los requerimientos de los usuarios resuelve en gran parte esta duda, gracias a que los DCV han participado intensamente para que esto sea así. Además, los propios participantes han demandado facilidades que algunos depositarios centrales no ofrecen y que debido a la armonización con T2S serán capaces de ofrecer. En segundo lugar, los DCV necesitarían conocer los acuerdos o contratos bajo los que el Eurosistema proveerá dichos servicios, incluyendo como aspecto relevante la definición y delimitación de responsabilidades. En tercer lugar, la decisión de los DCV vendrá determinada por el coste del servicio y por el alcance del soporte y nivel de servicio técnico y funcionalidades ofrecidos por T2S, dependerá de si T2S les permite o no el desmantelamiento total o parcial de su actual infraestructura técnica y a qué precio. Por último, los DCV también tendrán que tomar en consideración los beneficios del proyecto para sus participantes.

Además, los máximos beneficios de T2S sólo se conseguirán si se realiza un esfuerzo armonizador en otras áreas. Éste debe venir impulsado desde el propio mercado y, sobre todo, desde el sector público, que debe avanzar en el desmantelamiento de las barreras fiscales y legales que todavía se mantienen en Europa. Sin ello, los logros del proyecto T2S se verían limitados. No obstante, hay muchos grupos de trabajo, públicos y privados, trabajando en esta línea. Dentro del BCE, el equipo encargado del proyecto está tratando de identificar aquellos aspectos que requieren mayor armonización y que limitan los beneficios de T2S. Igualmente, los expertos legales del BCE están estudiando las legislaciones nacionales con el objetivo de identificar los posibles obstáculos para el desarrollo de T2S y para la adaptación de la estructura legal del proyecto. Si es necesario propondrán modificaciones legislativas o identificarán los asuntos que requieren un mayor esfuerzo de armonización.

## 7 Conclusiones

Las autoridades europeas son conscientes de la necesidad de contar con unos mercados de valores eficientes y seguros para la consecución de un mercado único de servicios financieros, tal como establece la agenda de Lisboa. En este contexto, el proyecto T2S es una iniciativa que complementa y refuerza a otras como la MiFID y el Código de Conducta, con las que comparte el objetivo de mejorar los servicios ofrecidos a los inversores y a los emisores de valores a través del aumento de la competencia entre los proveedores de dichos servicios. La articulación de las tres iniciativas permitiría a los participantes comprar y vender los valores donde ellos quieran, liquidar todas las operaciones en un único punto y mantener depositados sus valores en el DCV que elijan.

El Eurosistema ofrece al mercado una herramienta común y neutral que fomenta la integración de los mercados y la competencia. Entre los beneficios de T2S cabe resaltar la armonización de los procedimientos de liquidación, acercando a Europa a un mercado único; su contribución a una mejora en la seguridad del conjunto de la liquidación de valores europea y al ahorro de colateral y de liquidez por parte de las entidades participantes; y la equiparación de costes entre las operativa transfronteriza y nacional.

T2S supondrá cambios en la liquidación de los mercados de valores y en el negocio de las entidades participantes. T2S abrirá nuevas oportunidades y generará un aumento de competencia entre los proveedores de servicios.

La adaptación a la nueva situación para la consecución de un mercado europeo requerirá cambios en los procedimientos operativos y técnicos, en las prácticas de mercado nacionales y, en algunos casos, incluso modificaciones en la regulación nacional. Uno de los potenciales logros de T2S es que fuerza la armonización e impulsa la eliminación de las barreras que actualmente limitan la integración de los mercados.

El mercado español, al igual que el resto de Europa, tendrá que plantearse su situación actual y los pasos a seguir para posicionarse en el futuro escenario europeo y aprovechar las oportunidades que se presentan. Éstas son el resultado de la adaptación al contenido de la MiFID y el Código de Conducta y de la implantación de una única plataforma de liquidación en el año 2013, que persiguen aumentar la competencia y reducir los costes favoreciendo la libertad de elección de las infraestructuras de valores, y el acceso y la interoperabilidad entre ellas.

El proyecto T2S ha contado hasta ahora con el apoyo general del mercado y de las instituciones y organismos comunitarios. Los DCV se han mostrados más cautelosos ante el proyecto, en muchos casos porque han visto en él a un competidor en lugar de entenderlo como una herramienta común para todos, ofrecida en igualdad de condiciones y que puede abrirles posibilidades de negocio en un entorno mucho más competitivo.

Lo ambicioso de este proyecto hace necesario un análisis de su impacto en el largo plazo, porque es cierto que los costes de adaptación en el corto plazo pueden ser elevados. Dicho estudio debería ir acompañado de un análisis del coste de oportunidad de no desarrollar T2S. ¿Es posible una alternativa real a T2S con los mismos niveles de eficiencia, seguridad y costes y con el mismo grado de neutralidad para todos los DCV y sus participantes?

## 8 Bibliografía

Baena Tovar, Nuria (2007): “El proceso de consolidación de los mercados de valores internacionales”. *Boletín de la CNMV, Trimestre III, 2007*.

Banco de Pagos Internacionales (2003): "La función del dinero del banco central en los sistemas de pago" (extracto), *Comité de Sistemas de pago y Liquidación*, agosto 2003.

Chan, Diana; Montan, Forense; Rosati, Simonetta; Russo, Daniela (2007): "The securities custody industry". *ECB Occasional Paper Series*, N° 68/August 2007.

ECSDA (2002): "Cross-Border Settlement". *Prepared by the ECSDA Working Group on cross-border settlement (WG3)*.

ECSDA (2007): "Implementation report for the Price Transparency phase of the Code of Conduct".

European Central Bank (2007): "T2S progress report". *ECB Bulletin November 2007*.

European Central Bank (2007): "T2S, The Blue Print". *ECB Bulletin March 2007*.

European Central Bank (2004): "The use of central bank money for settling securities transactions". *ECB Bulletin May 2004*.

European Commission, Internal Market and Services DG. (2007): "Improving the Efficiency, Integration and Safety and Soundness of Cross-Border Post-Trading Arrangements in Europe". *Financial Services Policy and Financial Markets*, 25 July 2007.

Gómez-Sancha Trueba, Ignacio (2006): "Situación actual y perspectivas de la regulación comunitaria sobre registro, compensación y liquidación de valores". *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros Europeos 2006*.

Schmiedel, Heiko; Schönenberger, Andreas (2005): "Integration of Securities Market Infrastructures in the Euro Area", *ECB Occasional Paper Series*, N° 33/July 2005.

Tumpel-Gugerell, Gertrude: "TARGET2-Securities gains from integrating the European post-trade infrastructure – the case for T2S". *Speech by Ms Gertrude Tumpel-Gugerell, Member of the Executive Board of the European Central Bank, at the IEA conference on the ECB's proposal for TARGET2-Securities, Dublin, 30 November 2007*