



## La integración de los sistemas de compensación y liquidación en la UEM

Este artículo ha sido elaborado por Javier Bernardo y Víctor García-Vaquero de las direcciones generales de Operaciones y del Servicio de Estudios, respectivamente.

### Introducción

Desde comienzos de la década actual se está desarrollando un proceso de integración de los mercados de valores en la UEM, que ha afectado en mayor medida a la negociación que a la postcontratación<sup>1</sup>. Estos últimos procedimientos, que incluyen la compensación, la liquidación y el registro de títulos, constituyen un aspecto importante en la determinación del precio total de la intermediación financiera. Los avances en la supresión de barreras nacionales en este ámbito tenderán a manifestarse en costes más reducidos para la actividad financiera, ya que las economías de escala y de alcance en esta industria, y de red<sup>2</sup>, son muy sustanciales. Ello redundará en mejoras de la asignación de los recursos y en unas mayores posibilidades de crecimiento económico en el largo plazo.

La integración de las infraestructuras de compensación y liquidación ha venido impulsada, por un lado, por parte de la propia industria de valores y, por otro, por la voluntad de las autoridades políticas y económicas de hacer de este proceso un objetivo prioritario. En este sentido, para favorecer la creación de un verdadero mercado único europeo en consonancia con el espíritu de la Agenda de Lisboa, se han promovido desde la UE, entre otras iniciativas, el Código de Conducta y la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID<sup>3</sup>), y desde el Eurosistema se ha patrocinado el nuevo sistema de liquidación Target2-Securities.

En este artículo se estudia la evolución reciente del proceso de integración de las infraestructuras de compensación y liquidación. En particular, en el segundo epígrafe se describen la estructura y las características de estos sistemas y procedimientos, y en el tercero se analizan las principales iniciativas europeas de integración y de armonización desarrolladas en los últimos años, tanto públicas como privadas. En el último se extraen las principales conclusiones.

### Estructura y características de las infraestructuras de postcontratación de valores

La fragmentación que ha caracterizado hasta ahora el panorama europeo de la postcontratación se manifiesta en un doble ámbito: el operativo, con una pluralidad de modelos de negocio y de procedimientos técnicos, y el institucional, con una diversidad de formas jurídicas y de estructuras de propiedad.

#### MODELOS DE NEGOCIO Y PROCEDIMIENTOS TÉCNICOS

La compensación de las operaciones financieras consiste en 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 de las partes que han de llevarse después a la liquidación. Esta última es la fase de intercambio de los activos, en la que cada participante realiza la entrega (o recepción) de los títulos y, a su vez, recibe (o entrega) el efectivo, conforme a los importes calculados en la compensación. Por último, el registro y custodia constituyen el tramo final en el que se anotan en las cuentas de los titulares las compras y las ventas liquidadas.

Los principales proveedores de infraestructuras en el ámbito de la postcontratación son los depositarios centrales de valores (en adelante, DCV o depositario central) y las entidades de

1. Para un mayor detalle del proceso de integración de los sistemas de negociación, véase García-Vaquero (2007). 2. Para un mayor detalle sobre las economías de escala en el ámbito de la postcontratación, véase Schmiedel, Malkamäki y Tarkka (2002); sobre las economías de alcance, Van Cayseele y Wuyts (2007), y sobre las economías de red, Lanoo y Levin (2001). 3. *Markets in Financial Instruments Directive*.

PAÍS	ENERO DE 1999	DICIEMBRE DE 2008
Bélgica	NBB-SSS	NBB-SSS
	CIK	Euroclear Belgium
	Euroclear	Euroclear Bank
Finlandia	APK	APK
Francia	Sicovam	Euroclear France
Holanda	Necigef	Euroclear Netherlands
Irlanda	NTMA	Euroclear UK & Ireland
	CBISSO	NTMA
Portugal	Interbolsa	Interbolsa (Grupo NYSE Euronext)
	SITIME	SITIME
España	CADE	Iberclear
	SCLV	
	Espaclear	
	SCL Bilbao	SCL Bilbao
	SCL Barcelona	SCL Barcelona
	SCL Valencia	SCL Valencia
Alemania	Deutsche Börse Clearing (DBC)	Clearstream Frankfurt
Luxemburgo	Cedel	Clearstream Luxembourg
Austria	OeKB	OeKB
Grecia	BOGS	BOGS
Italia	ACSD	ACSD (Grupo Hellenic Exchanges -HELEX-)
	Monte Titoli	Monte Titoli (Grupo London Stock Exchange)
	CAT	
Eslovenia (a)		KDD
Malta (a)		MaltaClear (Bolsa de Malta)
Chipre (a)		CDCR (Bolsa de Chipre)

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Eslovenia entró en la UEM el 1 de enero de 2007. Malta y Chipre, el 1 de enero de 2008. Para estos países no se dispone de información correspondiente a 1999.

contrapartida central (ECC). La principal función de los primeros es facilitar el registro y la transferencia de los valores de una emisión mediante anotaciones en cuenta, bien sea porque las referencias están desmaterializadas o porque, existiendo títulos, estos se han inmovilizado. Los DCV ejercen, además, un control sobre la totalidad de la emisión y son el punto de conexión entre el emisor y los inversores.

En el cuadro 1 se muestran los depositarios centrales de la UEM, que se pueden clasificar en dos grupos, atendiendo a su modelo de negocio. Por un lado, están aquellos que suelen operar en una sola moneda y, normalmente, no asumen riesgo de crédito ni mantienen cuentas de efectivo de sus participantes, pues utilizan los servicios del banco central como agente liquidador. La mayoría de los depositarios centrales de la zona del euro es de este tipo y, entre otros, cabe citar Iberclear (España) y Monte Titoli (Italia). Por otro lado, hay dos depositarios centrales, denominados habitualmente «internacionales» (DCVI) —Euroclear Bank (Bélgica) y Clearstream Banking Luxembourg (Luxemburgo)—, que incorporan numerosos servicios de valor añadido, incluyendo la prestación de financiación a sus clientes y el mantenimiento de cuentas de efectivo. Los DCVI gestionan emisiones internacionales de valores en diversas monedas («eurobonos»), muchas de ellas conjuntamente entre ambos depositarios, y actúan tanto como proveedores de infraestructuras de mercado como de intermediarios.

Además, Euroclear Francia podría considerarse como una tercera modalidad de depositario central, ya que, además de la operativa propia de un DCV, en vez de enviar sus instrucciones

de pago al banco central, opera las cuentas de efectivo del Banco de Francia por delegación. En particular, este autoriza a operar las denominadas «cuentas dedicadas» (segregadas de las cuentas generales a nombre de las entidades participantes, y únicamente utilizadas en las operaciones con valores) y a conceder en su nombre crédito intradía, que es el otorgado y reembolsado dentro del mismo día hábil.

En contraste con la situación europea, en Estados Unidos existen solamente dos depositarios centrales. El primero es la Reserva Federal, que gestiona el «Fedwire Securities Service» y liquida deuda pública emitida por el Tesoro, por agencias federales (incluidos valores hipotecarios) y por ciertos organismos internacionales, utilizando para ello las cuentas de efectivo en las que también liquida el sistema de pagos «Fedwire Funds Service». El segundo, la Depository Trust Company (DTC), que pertenece al grupo DTCC<sup>4</sup>, liquida toda clase de valores negociables, incluso de deuda pública (tiene un enlace con el «Fedwire Securities Service»). No da financiación a sus participantes y los pagos de efectivo se ejecutan por importes netos al final del día en el «Fedwire Funds Service».

Por su parte, las entidades de contrapartida central (ECC) son instituciones cuyo objeto es realizar la compensación de operaciones interponiéndose entre dos miembros del mercado, asumiendo el riesgo de contrapartida y asegurando así el buen fin de las transacciones, lo que a su vez facilita la liquidación a las DCV y DCVI. De hecho, las ECC asumen los riesgos de los participantes y sustituyen a cada uno de los compradores frente a los vendedores, y viceversa (novación), convirtiéndose así en única la contraparte de cada transacción de venta y de compra del mercado de cara a su liquidación. En el cuadro 2 se muestran las entidades de este tipo que existen en el área del euro.

El sistema jurídico de registro de los derechos de los inversores finales, empleado por las entidades proveedoras de infraestructuras y determinado por cada legislación aplicable, puede ser directo o indirecto. En el primer caso, el depositario central mantiene en sus libros las cuentas de todos los titulares de los valores, incluso particulares, lo que implica un elevado número de operaciones y una mayor complejidad en la liquidación. Este modelo es utilizado, dentro de la UE, en Suecia, Finlandia y Grecia. En cambio, en un *sistema indirecto* o de doble escalón, el DCV lleva un registro de saldos de entidades participantes que, a su vez, son responsables de la anotación de los valores en las cuentas que mantienen en sus libros a nombre de los tenedores finales. La protección de los derechos de los clientes frente a la insolvencia del intermediario se consigue obligando a segregar los saldos de cada participante en el depositario central en cuentas propias y de terceros<sup>5</sup>. Entre otros mercados, este modelo se sigue en España, Reino Unido y Estados Unidos.

En las operaciones de entrega de valores contra pago, la liquidación se puede llevar a cabo en dinero de banco central o en dinero de banco comercial. En el primer caso, el agente liquidador es un banco central y se utilizan, por tanto, cuentas de efectivo mantenidas y operadas por él. En el segundo, se emplean cuentas abiertas en una entidad bancaria privada, normalmente el propio depositario central. La primera opción es la preferida por el mercado, porque es la que mejor cumple el principio de neutralidad con respecto a las entidades participantes y porque es la que menos riesgo comporta<sup>6</sup>.

En la zona del euro todos los depositarios centrales liquidan en dinero de banco central, salvo los DCVI. En algún caso, como el OeKB (Austria), los participantes tienen además la opción de usar las

---

4. Grupo de sociedades que prestan diversos servicios de compensación, contrapartida central, liquidación e información. 5. En España estos aspectos se regulan en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y en el RD 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles. 6. Véase CPSS-IOSCO (2001).

PAÍS	ENERO DE 1999	DICIEMBRE DE 2008	
Bélgica	BELFOX (derivados)	LCH.Clearnet SA (Grupo Euroclear): derivados, <i>repos</i> y valores, también para mercados en Reino Unido y para mercados MTS	
Francia	Bourse de Paris (SBF) (participaciones y opciones); MATIF (derivados; subsidiaria de SBF) Clearnet ( <i>repos</i> , deuda pública, bonos; subsidiaria de MATIF)		
Irlanda	Ninguno		
Holanda	Effectenclearing (valores); EOCC (derivados)		
Portugal	BVLP (derivados)		
España	MEFF Renta fija (deriv. sobre instr. deuda) MEFF Renta variable (deriv. sobre particip.)		
Alemania	Eurex Clearing (derivados)		MEFF y MEFFCLEAR ( <i>repos</i> , valores, deriv. sobre instrumentos de deuda y derivados sobre participaciones)
Luxemburgo	Ninguno		Eurex Clearing (derivados, <i>repos</i> , valores)
Austria	Vienna Stock Exchange (derivados)		Eurex Clearing y LCH.Clearnet CCP Austria (50% Vienna SE y 50% OeKB) (derivados, <i>repos</i> , valores)
Finlandia	HEX (derivados)		Nasdaq OMX (derivados)
Grecia	ADECH (derivados)	ADECH (derivados)	
Italia	CC&G (derivados)	CC&G (derivados, valores, también para MTS Italy)	
Eslovenia (a)		Ninguno	
Malta (a)		Ninguno	
Chipre (a)		Ninguno	

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Eslovenia entró en la UEM el 1 de enero de 2007. Malta y Chipre, el 1 de enero de 2008. Para estos países no se dispone de información correspondiente a 1999.

cuentas de efectivo que mantienen en esta entidad. En el Reino Unido y en Estados Unidos la liquidación se hace en dinero de banco central, aunque a través de bancos liquidadores autorizados.

#### NATURALEZA JURÍDICA Y ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

La diversidad de modelos no solo se manifiesta en el aspecto técnico de la compensación, liquidación y registro, sino también en la forma y naturaleza de las instituciones que operan los sistemas. Así, los DCV pueden ser, en función de su estructura de propiedad, de mayoría pública o privada. Entre los primeros, el ejemplo más frecuente es el de los bancos centrales que operan un sistema de liquidación, normalmente limitado a la deuda pública y configurado como un departamento del banco sin personalidad jurídica propia. Este es el caso, entre otros, de las infraestructuras gestionadas por los bancos centrales de Bélgica (NBB), Grecia (BOGS) y Portugal (SITEME)<sup>7</sup>.

La tipología de los depositarios centrales privados es más variada. Así, los DCV pueden tener personalidad jurídica o carecer de ella y estar integrados en la bolsa de valores, como parte de su infraestructura, como en Chipre y Malta (aunque en este último país está en proceso de constitución una sociedad separada). Asimismo, en España los servicios de compensación y liquidación de Barcelona, Bilbao y Valencia no tienen una forma societaria independiente y sus respectivas sociedades rectoras pertenecen al grupo BME.

Una tendencia importante en la evolución reciente de las instituciones que gestionan los servicios de postcontratación es el desplazamiento de la propiedad desde el sector público al

7. También fue así en el Banco de España, hasta que su sistema CADE fue traspasado a Iberclear. No obstante, en la actualidad esta sociedad es una filial al 100% del grupo BME, en el que el Banco de España posee una participación minoritaria.

privado. En efecto, en las dos últimas décadas los bancos centrales han ido traspasando las funciones de liquidación que tenían en el ámbito de la deuda pública a los depositarios centrales privados, que lograban así ganar en volumen y en eficiencia. Este ha sido el caso de Alemania, Francia, Italia y, más recientemente, España. En la mayoría de las ocasiones, este desarrollo fue acompañado de una consolidación de ámbito nacional, dando como resultado un único depositario central con uno o, a lo sumo, dos sistemas de liquidación. Paralelamente, se ha producido una transformación en las formas societarias de las entidades privadas. Así, de una base mutualista, habitual en un principio, en la que los propietarios eran los usuarios, se pasó a entidades con ánimo de lucro y de participación abierta, y, por último, a sociedades cotizadas.

Otra tendencia relevante ha sido el proceso de consolidación, que en algunos casos se ha realizado conjuntamente con los agentes proveedores de las infraestructuras que intervienen en las distintas fases del ciclo de las operaciones: cotización, negociación, compensación (contrapartida central) y liquidación. En concreto, se han desarrollado dos modalidades alternativas de integración: la vertical, también denominada de «silos», y la horizontal. En la primera, el operador del mercado, la contrapartida central (en su caso) y el depositario central pertenecen a un mismo grupo societario. Ejemplos de esta modalidad son el grupo Deutsche Börse, la Borsa Italiana o Bolsas y Mercados Españoles (véase esquema 1). Por el contrario, en el segundo la consolidación se produce entre entidades que prestan el mismo tipo de servicio, como ha sucedido en la expansión de Euroclear, grupo de depositarios centrales en el que el operador del mercado (NYSE-Euronext) solo mantiene un 3% de las participaciones (aunque de la entidad de contrapartida central, LCH.Clearnet, posee el 45%). En la integración horizontal únicamente existe una interconexión técnica entre las infraestructuras de cotización y negociación, por un lado, y la compensación y liquidación, por otro, lo cual da una apariencia de neutralidad de cada operador frente a las entidades que compiten en la prestación de esos servicios.

A pesar de las críticas que se hicieron en el pasado a la integración vertical, precisamente por falta de neutralidad, la aplicación del Código de Conducta y de la MiFID ha establecido, como se verá con detalle más adelante, los principios de libre acceso, de libertad de elección de las plataformas de liquidación y de desvinculación de los servicios, de modo que esta forma de integración no debe ser un impedimento para la competencia y la liquidación eficiente.

En los cuadros 1 y 2 se pueden observar las distintas consolidaciones horizontales que se han producido durante los últimos años en la UEM en el ámbito de la postcontratación, que han llevado a una reducción del número de DCV y ECC entre 1999 y 2008. Por su parte, en el cuadro 3 se presenta la estructura institucional de los principales grupos de operadores de los mercados bursátiles internacionales, junto con las plataformas de postcontratación que utilizan, si bien estas últimas no necesariamente se encuentran integradas en el mismo grupo societario. Se aprecia cómo en el área de la negociación los acuerdos se han extendido a alianzas transoceánicas, fenómeno que no ha ocurrido todavía en el campo de la compensación y liquidación, aunque, como se comentará más adelante, existe un proyecto reciente en esta dirección.

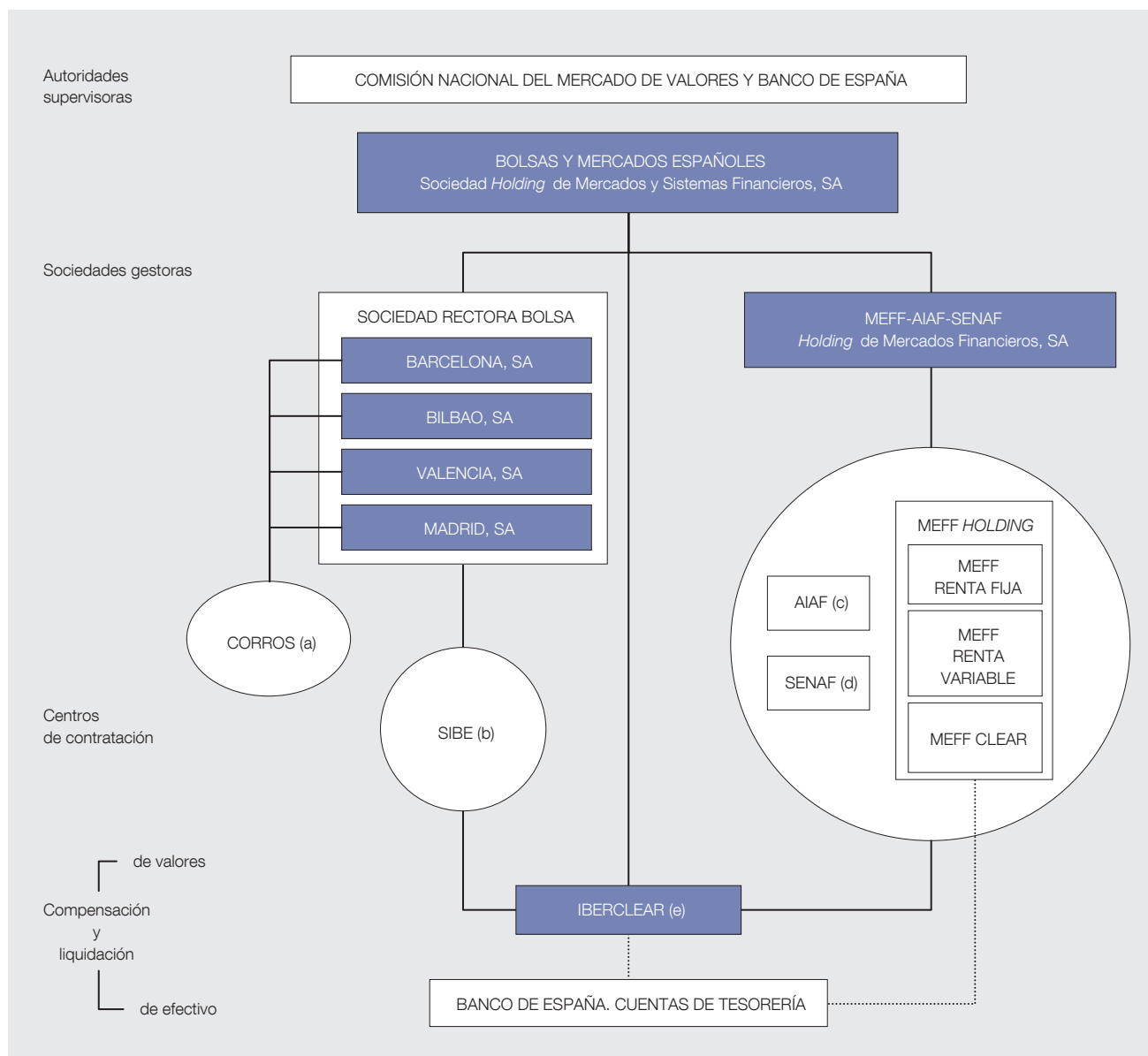
## **Iniciativas recientes de integración**

INICIATIVAS NORMATIVAS

En 2004 se aprobó la MiFID<sup>8</sup>, que incluye algunos preceptos sobre compensación y liquidación de valores. Básicamente, reconoce a participantes y mercados el derecho de acceso a las infraestructuras de postcontratación de su elección, situadas en cualquier Estado miembro. Esta

---

8. Véase la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID), transpuesta al derecho español por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.



FUENTE: Banco de España.

- a. La renta fija bursátil negociada en corros se liquida, en la actualidad, en el ámbito de las sociedades rectoras de las bolsas.
- b. En el sistema de interconexión bursátil (SIBE) se negocian acciones, renta fija, *warrants*, ETF y certificados. Además, existen segmentos de negociación específicos para acciones latinoamericanas (Latibex) y acciones de SICAV (MAB).
- c. Sistema de negociación ciego de deuda pública anotada, cuyos valores se liquidan en Iberclear. No obstante, MEFFCLEAR se interpone en las operaciones *repo* de SENAF.
- d. AIAF Mercado de renta fija: es un mercado oficial de negociación de instrumentos de deuda pública y privada.
- e. Iberclear es el depositario central de valores español, encargado del registro contable y de la compensación y liquidación de los valores. Integra las plataformas técnicas del SCLV y del CADE.

facultad es consecuente con la política de competencia y con las libertades comunitarias de establecimiento y de prestación de servicios, pero, a diferencia de normas similares en otros sectores, no ha venido acompañada de una regulación armonizada de las condiciones mínimas para el desarrollo de esta actividad. Esta ausencia plantea dos problemas potenciales: uno jurídico y otro técnico. El primero, derivado de la exigencia a cada Estado miembro de que se permita el acceso de entidades extranjeras a un sector fuertemente regulado, pero sin asegurar que cumplen unos requisitos básicos comunes, es salvado por la propia Directiva al admitir explícitamente que las autoridades reguladoras puedan denegar el acceso si este puede perturbar el funcionamiento de los mercados. En segundo lugar, la dificultad técnica relativa

PAÍS	SOCIEDAD RECTORA / MERCADO	SOCIEDADES DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN (a)
NYSE-EURONEXT		
Bélgica	Bolsa de valores de Bélgica, BELFOX (derivados)	} Grupo Euroclear
Francia	Bolsa de París, MOEP (derivados), MATIF (derivados), Nouveau Marché	
Holanda	Bolsa de Ámsterdam	
Portugal	Bolsa de Lisboa, Bolsa de Oporto, Mercado de derivados de Oporto	
Reino Unido	Liffe (derivados)	LCH.Clearnet
Estados Unidos	Bolsa de Nueva York (NYSE)	NCSS
DEUTSCHE BOERSE-ISE		
Alemania	Bolsa de Fráncfort (b)	Clearstream
Alemania/Suiza	Eurex (c)	Eurex Clearing
Estados Unidos	International Securities Exchange (ISE derivados)	OCC
LSE-BORSA ITALIANA		
Italia	Bolsa italiana S.p.A.	Monte Titoli SpA, Euroclear UK&Ireland
Reino Unido	Bolsa de Londres (LSE)	LCH.Clearnet, CC&G
BME		
España	Bolsa de Barcelona, Bolsa de Bilbao, Bolsa de Madrid, Bolsa de Valencia, SENAF-AIAF, MEFF RF (derivados renta fija), MEFF RV (derivados renta variable)	Iberclear, MEFF, MEFFCLEAR, SCL Barcelona, SCL Bilbao y SCL Valencia
NASDAQ-OMX		
Estados Unidos	Bolsa Nasdaq, Inet, Boston Stock Exchange	NCSS
Estados Unidos	Bolsa de Filadelfia	NCSS
Finlandia	Mercados integrados HEX	NCSD (APK)
Suecia	Bolsa de Estocolmo	NCSD (VPC)
Dinamarca	Bolsa de Copenhague	VP
Estonia	Bolsa de Tallín	ECDS
Letonia	Bolsa de Riga	LCD
Lituania	Bolsa de Vilna	CSDL
Islandia	Bolsa de Islandia	ISD
CME group		
Estados Unidos	CME Holdings (derivados), CBOT Holdings (derivados)	CME Clearing House
Estados Unidos	NYMEX, COMEX, National Metal Exchange, Rubber Exchange of New York, National Raw Silk Exchange y New York Hide Exchange	NYMEX Clearinghouse
ICE		
Reino Unido	IPE	LCH.Clearnet
Estados Unidos	CCX, NYBOT	CCX Clearing & Settlement, ICE Clear US
TSX		
Canadá	Bolsa de Toronto, Bolsa de Alberta (derivados gas NGX)	NSCC, NGX
HKEx		
Hong Kong	Stock Exchange of Hong Kong, Hong Kong Futures Exchange	HKSCC
ASX		
Australia	Australian Stock Exchange, Sydney Futures Exchange	ACH, SFEC
SGX		
Singapur	Stock Exchange of Singapore, Singapore International Monetary Exchange	SGX

FUENTE: Banco de España.

a. Las sociedades de compensación y liquidación no necesariamente pertenecen societariamente la rectora o mercado en el que realizan la postcontratación.

b. La Deutsche Boerse AG solo tiene como filial a la Bolsa de Fráncfort aunque mantiene una integración operativa a través del mercado continuo XETRA con el resto de las siete bolsas regionales. Deutsche Boerse AG, Berliner Boerse, Bremen Boerse, Boerse Düsseldorf, Boerse Hamburg Hanseatic, Boerse Lower Saxony (Hanover), Bayerische Boerse AG, Boerse Stuttgart AG.

c. La Deutsche Boerse y la Bolsa de Suiza tienen cada uno un 50% de Eurex.



a la existencia de un coste asociado a la creación de la interconexión entre infraestructuras de compensación y liquidación es solventada por la Directiva reconociendo a los proveedores de estos servicios el derecho a oponerse a la conexión por motivos comerciales justificados.

Otra iniciativa regulatoria ha sido el *Código de Conducta sobre compensación y liquidación* (en adelante, el Código), anunciado por el Comisario McCreevy en julio de 2006, que fue suscrito por los miembros de las principales asociaciones del sector<sup>9</sup> y publicado en noviembre de ese mismo año. Siguiendo las directrices del Grupo Giovannini<sup>10</sup>, se redactó con el ánimo de impulsar la integración mediante la autorregulación del sector de la postcontratación, al haber descartado la Comisión Europea una directiva de armonización. Este Código, por ahora solo aplicable a los instrumentos de renta variable, tiene tres objetivos: incrementar la transparencia, hacer efectivos los derechos al acceso y a la interoperabilidad<sup>11</sup> entre sistemas, desarrollando así las potestades genéricamente reconocidas por la MiFID, y desvincular entre sí los servicios prestados, evitando a la vez la «subsidiación cruzada» mediante la separación contable<sup>12</sup>. Se ha avanzado mucho en los tres aspectos. En particular, los principios y reglas en materia de acceso e interoperabilidad se han detallado pormenorizadamente en una Guía<sup>13</sup> aprobada a mediados de 2007. Aunque la Comisión admite que el Código no es suficiente, considera que desde su adopción se están multiplicando las demandas de acceso, contribuyendo así a la reducción de los precios de estos servicios que se viene observando en los últimos meses<sup>14</sup>.

En paralelo, el Eurosistema y los reguladores europeos (CESR) crearon un grupo de trabajo conjunto con el fin de elaborar unos estándares de compensación y liquidación, mediante la adaptación de las «recomendaciones CPSS-IOSCO»<sup>15</sup> a las especificidades de la UE. En 2004 se concluyó un primer borrador con el establecimiento de 19 estándares. Tras un período de estancamiento<sup>16</sup>, este trabajo ha sido recientemente relanzado con el respaldo del ECOFIN, que insta a completarlo bajo ciertos principios. Así, constará de recomendaciones no vinculantes destinadas exclusivamente a los poderes públicos, y su ámbito incluirá a los DCVI, pero no a los custodios<sup>17</sup>, aunque el CESR examinará, en cooperación con el comité de supervisores bancarios (CEBS), la cobertura de riesgos por estas entidades. Por último, la recomendación sobre control de los riesgos de crédito y de liquidez será la misma que la de «CPSS-IOSCO». La Comisión confía en que estas recomendaciones cubran el vacío de armonización regulatoria en este ámbito. No obstante, al limitarse a ser meras disposiciones no vinculantes, su efectividad seguirá dependiendo de las legislaciones nacionales.

Otra iniciativa jurídica en este ámbito es la modificación de la Directiva 1998/26, sobre firmeza en la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, que se aprobará en los próximos meses, y que extenderá la protección de las operaciones a dos modalidades no cubiertas

---

9. La Federación Europea de Bolsas de Valores («Federation of European Securities Exchanges» —FESE—), la Asociación Europea de Cámaras de Contrapartida Central («European Association of Central Counterparty Clearing Houses» —EACH—) y la Asociación Europea de Depositarios Centrales de Valores («European Central Securities Depositories Association» —ECSDA—). 10. Órgano consultivo formado por expertos del sector privado que se creó en 1996, por iniciativa de la Comisión Europea, con el objetivo inicial de identificar las ineficiencias de los mercados financieros de la UE y de proponer soluciones prácticas para mejorar su integración. Para un mayor detalle, véase The Giovannini Group (2001 y 2003). 11. La principal diferencia entre «acceso» e «interoperabilidad» radica en que este último término se aplica a la interconexión entre dos sistemas que desempeñan la misma actividad (enlaces entre dos sistemas de liquidación o entre dos cámaras de contrapartida central), mientras que el primero se refiere al acceso ordinario a los servicios ofrecidos por el sistema. 12. Se pretende que la prestación de servicios financieros diferentes (por ejemplo, la liquidación y la custodia) se facturen por separado con el fin de favorecer la competencia individualizada de cada uno de ellos. 13. Véase FESE, EACH y ECSDA (2007). 14. Véase European Commission (2008). 15. International Organization of Securities Commissions (IOSCO) y Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS). 16. Véase De la Lastra (2007). 17. Los custodios son entidades financieras autorizadas para realizar el depósito (o custodia) de valores por cuenta de terceros. Generalmente, son miembros negociadores y/o liquidadores, residentes o no, autorizados y reconocidos en el correspondiente mercado.

en la norma de 1998: la liquidación nocturna y los acuerdos de interoperabilidad<sup>18</sup>. Lo primero hace referencia a la liquidación durante la tarde anterior con valor día siguiente, una vez ejecutado el cierre de operaciones, que en los últimos años está aumentando su peso en el volumen total de liquidación. Respecto a lo segundo, el cambio consiste en que la protección no se limita a las transacciones de las entidades depositarias participantes, ya que se extiende a otros operadores de infraestructuras con los que se hayan establecido interconexiones.

#### INICIATIVAS DE LA INDUSTRIA

También se han producido avances importantes en el ámbito de las iniciativas de la propia industria. Entre estas, cabe mencionar, en primer lugar, los enlaces entre sistemas de liquidación en todas sus variantes (directos, indirectos y *relayed links*)<sup>19</sup>, que mayoritariamente se limitan a mecanismos de «entregas libres de pago»<sup>20</sup>.

Otra reciente iniciativa ha sido la promovida por el grupo norteamericano DTCC (que engloba, como un supuesto más de integración horizontal, las actividades de postcontratación). Concretamente, el pasado mes de octubre anunció que ha llegado a un acuerdo de adquisición de la entidad de contrapartida europea LCH.Clearnet (compensación), constituyendo el primer caso de integración transatlántica en el ámbito de la postcontratación, lo que podría marcar la tendencia que ya se ha generalizado en el ámbito de la negociación, en el que los principales gestores o sociedades rectoras internacionales han materializado fusiones transfronterizas en distintos husos horarios.

Por último, puede citarse un reciente acuerdo asociativo de conexión que va más allá de los enlaces tradicionales: el plan «*Link-up Markets*», una *joint-venture* entre ocho depositarios centrales —Clearstream Banking AG Frankfurt (Alemania), CSE (Chipre), Hellenic Exchanges SA (Grecia), IBERCLEAR (España), Oesterreichische Kontrollbank AG (Austria), SIS SegalInter-Settle AG (Suiza), VP Securities Services (Dinamarca) y VPS (Noruega)—, que tiene como principal objetivo mejorar la eficiencia y reducir los costes de los procesos de postcontratación transfronteriza correspondientes a las transacciones con valores en el ámbito europeo. Este proyecto, que se prevé que empezará a estar operativo en la primera mitad de 2009, pretende establecer una infraestructura común que permita facilitar la interconexión entre las DCV y mejorar los costes en los procedimientos aprovechando las economías de escala. En particular, permitiría a los DCV participantes reducir significativamente el diferencial de costes entre las transacciones nacionales y las internacionales.

#### EL PROYECTO

##### TARGET2-SECURITIES

En el año 2006, la necesidad de contar con un mecanismo eficiente de liquidación de valores contra pago en la zona del euro, que terminase con la fragmentación nacional de los mercados, llevó al BCE a considerar la posibilidad de crear una plataforma común de liquidación, a la que se denominó Target2-Securities (T2S). Ese nuevo sistema debía cumplir una condición básica: mantener los máximos niveles existentes de *seguridad*, lo que implicaba liquidar en «dinero de banco central», y de *eficiencia*, por lo que se decidió adoptar el «modelo integrado» (valores y efectivo en una misma plataforma)<sup>21</sup>.

<sup>18</sup>. Véase la propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican la Directiva 1998/26/CE, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, y la Directiva 2002/47/CE, sobre acuerdos de garantía financiera. <sup>19</sup>. Un «enlace» consiste en la apertura en un DCV de una cuenta de clientes a nombre de otro DCV que, a su vez, anota esos saldos en las cuentas de sus participantes. Esto permite que se pueda operar con valores extranjeros en el DCV receptor de la misma forma que con valores nacionales. Una estructura similar, pero con más de dos entidades enlazadas, podría ser un enlace indirecto (si la entidad interpuesta entre los dos DCV es un custodio) o un *relayed link* (si es también un DCV). <sup>20</sup>. En contraposición a una entrega contra pago, la entrega libre de pago consiste en una transferencia entre dos cuentas de valores no vinculada a una transferencia simultánea de efectivo. <sup>21</sup>. Había precedentes de este «modelo integrado» en los bancos centrales operadores de sistemas de liquidación de valores, como en su momento lo fue el Banco de España, en Euroclear Francia con delegación de funciones del banco central y en los dos depositarios centrales internacionales, aunque en este último caso con «dinero de banco comercial».

En febrero de 2007 el proyecto T2S recibió el respaldo expreso del ECOFIN, que al mismo tiempo formuló una serie de recomendaciones, como la necesidad de justificación económica, el respeto a la política de la competencia, la apertura a depositarios centrales y monedas de fuera de la zona del euro, la transparencia y la promoción de la participación, y la salvaguarda de la seguridad en la supervisión<sup>22</sup>. En junio de 2008, el ECOFIN reiteró su apoyo, insistió en la importancia de ofrecer unos costes que beneficien a los usuarios finales y sugirió que se estudiase la posibilidad de dotar a T2S de personalidad jurídica, si ello contribuyese a limitar potenciales conflictos de intereses<sup>23</sup>. Posteriormente, en julio de 2008 el Consejo de Gobierno del BCE decidió lanzar definitivamente T2S y asignar su desarrollo y funcionamiento a los bancos centrales de Alemania, España, Francia e Italia. De acuerdo con el calendario previsto, antes de finalizar el año 2009 se detallarán las especificaciones funcionales, se preparará la documentación contractual necesaria y se firmarán, posiblemente en el primer trimestre, los acuerdos con los depositarios centrales. La entrada en funcionamiento se prevé para 2013.

Las principales características contempladas en el proyecto T2S son las siguientes. Será una plataforma de liquidación propiedad del Eurosistema y operada por él, y no un depositario central de valores. En particular, mantendrá el registro informático de las cuentas, recibirá las instrucciones, en su caso las validará y las casará, y efectuará los adeudos y abonos. Los depositarios centrales delegarán esas funciones en el Eurosistema, pero seguirán manteniendo el vínculo jurídico con sus participantes y continuarán prestando todos los servicios de custodia.

La liquidación será bruta y en tiempo real, y estará asistida por mecanismos de optimización que permitan combinar varias operaciones y, en particular, por un procedimiento de autocolateralización<sup>24</sup> para la obtención de crédito intradía. T2S integrará en una única plataforma técnica las cuentas de valores abiertas en los depositarios centrales y cuentas de efectivo vinculadas a los bancos centrales nacionales. Estas últimas serán *cuentas dedicadas*, utilizadas exclusivamente para la liquidación de operaciones en T2S. Serán posibles las cuentas dedicadas en otras monedas, aparte del euro, siempre que el banco central responsable del sistema de pagos se adhiera a T2S.

La plataforma T2S dispondrá de mecanismos de case, de liquidación y de optimización. Las instrucciones podrán llegar ya casadas o casarse en T2S (esto último será inevitable si afecta a cuentas de más de un depositario central), y procederán de depositarios centrales, de mercados o entidades de contrapartida central o, en ciertos casos, directamente de los clientes de los depositarios. Al mantener en la misma plataforma las cuentas de valores de todos los DCV asociados, los traspasos de valores de unos a otros serán simples e inmediatos, no responderán al concepto tradicional de enlaces (aunque sí requieren una regulación contractual previa) y el realineamiento<sup>25</sup> será ejecutado automáticamente por T2S.

Entre las ventajas de la nueva infraestructura, cabe destacar las siguientes: previsible reducción de los costes, dadas las economías de escala de esta industria, que debería acabar repercutiendo en los clientes finales en forma de precios más reducidos; liquidación segura y eficiente; equiparación de transacciones transfronterizas y nacionales, lo que está en línea con las exigencias de acceso e interoperabilidad del Código de Conducta y de la MiFID; fomento de la competencia entre depositarios centrales y entre estos y las entidades de custodia, al ser T2S

---

22. Véase Council of the European Union (2007). 23. Véase Council of the European Union (2008) y ECB-T2S (2008). 24. Mecanismo por el que se obtiene la financiación necesaria para la adquisición de valores mediante la constitución simultánea de una garantía sobre esos mismos valores. 25. Proceso por el que un DCV emisor transfiere valores entre las cuentas de dos DCV inversores, para registrar el resultado de una liquidación realizada entre estos últimos. En T2S se prevén diversos procedimientos, según quiénes de estos DCV estén integrados en la plataforma común y cuáles no.

una red única compartida por múltiples proveedores de servicios; y posibilidad de integrar la liquidación en «dinero de banco central» de otras monedas distintas del euro<sup>26</sup>.

## Conclusiones

Desde comienzos de la década actual se está produciendo un proceso de integración de los mercados de valores internacionales, que ha afectado en mayor medida al ámbito de la negociación que al de la postcontratación.

La integración de los sistemas de compensación y liquidación supone ventajas importantes para sus usuarios (inversores y emisores) en términos de simplicidad y rapidez operativa y del posible abaratamiento de costes, en la medida en que los mayores volúmenes se traduzcan en una rebaja de las tarifas en una industria que se caracteriza por la presencia de importantes economías de escala, de alcance y de red. En definitiva, la reducción en el grado de fragmentación financiera redundará en una mejor asignación de los recursos productivos, lo que tiende a impulsar el crecimiento económico en el largo plazo.

Las iniciativas normativas, como el Código de Conducta y la MiFID, junto con otras propuestas promovidas tanto por la propia industria como por el sector público, están contribuyendo a acelerar el proceso de integración de las infraestructuras de postcontratación. Entre las últimas, cabe destacar el proyecto T2S, que creará una plataforma común de liquidación para toda clase de valores en el área del euro, a la que podrán acceder los depositarios que se adhieran a ella. De este modo, T2S podría concentrar toda la liquidación mayorista de valores en dinero de banco central.

Los procesos de integración en los mercados de valores, y en especial en la fase de postcontratación, también plantean algunos retos para las autoridades económicas. En particular, la consolidación transfronteriza requerirá mayores esfuerzos de armonización y coordinación de las actividades de control y supervisión de las infraestructuras que operan en diversos países.

16.1.2009.

## BIBLIOGRAFÍA

- COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION (2008). «Council Conclusions on clearing and settlement», 2872nd ECONOMIC and FINANCIAL AFFAIRS Council Meeting, Luxemburgo, junio.
- (2007). «2787th Council Meeting», Economic and Financial Affairs, Bruselas, febrero.
- CPSS e IOSCO (2001). *Recommendations for central counterparties*, Report of the CPSS-IOSCO Joint Task Force on Securities Settlement Systems, Publication No. 46, noviembre.
- DE LA LASTRA, I. (2007). «Iniciativas europeas de compensación y liquidación», *Boletín de la CNMV*, Trimestre IV.
- ECB-TARGET2-SECURITIES (2008). *T2S Economic impact assessment*, mayo.
- EUROPEAN COMMISSION (2008). *Improving the efficiency, integration and safety and soundness of crossborder post-trading arrangements in Europe*, Internal Market and Services DG, Third Progress Report to Economic and Financial Affairs Council (ECOFIN), marzo.
- FESE, EACH y ECSDA (2007). *Access and Interoperability Guideline*, junio.
- GARCÍA-VAQUERO, V. (2007). «El proceso de integración de los mercados de valores», *Boletín Económico*, octubre.
- GODEFFROY, J. M. (2008) «Is T2S on track?», Speech by Director General Payment Systems and Market Infrastructure, ECB, Joint ECB-European Commission conference, abril.
- LANNOO, K., y M. LEVIN (2001). *The securities settlement industry in the EU structure, costs and the way forward*, Centre for European Policy Studies, Research report, diciembre.
- NÚÑEZ, S., y M. JIMÉNEZ (2007). «Target2-Securities», *Boletín de la CNMV*, Trimestre IV.
- SCHMIEDEL, H., M. MALKAMÄKI y J. TARKKA (2002). *Economies of Scale and Technological Development in Securities Depository and Settlement Systems*, Bank of Finland Discussion Paper No. 26.
- THE GIOVANNINI GROUP (2001). *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, Discussion paper, European Commission, noviembre.
- (2003). *Second report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, Discussion paper, European Commission, abril.
- VAN CAYSELEA, P., y C. WUYTS (2007). «Cost efficiency in the European securities settlement and depository industry», *Journal of Banking & Finance*, vol. 31, n.º 10.

26. Véase Núñez y Jiménez (2007).