
VIII. Innovaciones y temas pendientes

VIII.1. INTRODUCCIÓN

Varias son las novedades de interés introducidas en el mercado en el año 2000. En efecto: dentro de la tendencia de integración del mercado de deuda pública anotada en el ámbito europeo, cabe destacar el comienzo de la actividad de una nueva plataforma de negociación, así como la constitución de SENAF (1) como el primer sistema organizado de negociación en este mercado.

Otras modificaciones que merecen atención fueron la revisión de los derechos y obligaciones de los creadores y negociantes del mercado de deuda pública, la equiparación de los procedimientos de pago de intereses exceptuados de retenciones fiscales de la deuda de las Comunidades Autónomas y de los Entes Locales con el régimen de la deuda del Estado, y, ya a comienzos de 2001, el nuevo sistema de gestión de los saldos del Tesoro, que, en su mayor parte, una vez realizados los pagos y cobros del día, son traspasados a cuentas bancarias privadas para volver a primera hora del día siguiente a las cuentas del Banco de España.

En el año 2001 se está tramitando la Ley de Modernización del Sistema Financiero (en adelante, LMSF), que altera la regulación de los sistemas de compensación y liquidación españoles, y, en particular, modifica las labores actualmente asignadas al Banco de España en este ámbito.

Por otro lado, la LMSF modificará la regulación de un grupo muy variado de instituciones del sistema financiero español y regulará la creación de un nuevo instrumento financiero, similar a las actuales Cédulas Hipotecarias, gracias al cual las entidades podrán movilizar sus créditos frente a las Administraciones Territoriales.

VIII.2. INNOVACIONES

VIII.2.1. Nuevas plataformas de negociación: BrokerTec

En noviembre de 2000, la empresa de servicios de inversión BrokerTec, con domicilio en el Reino Unido, y supervisada por la Financial Services Authority, recibió de la CNMV la autorización para operar en España en régimen de libre prestación de servicios. Esta sociedad ha sido creada por un grupo de bancos activos en los mercados de deuda europeos, entre los que

(1) Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros.

se encuentra una entidad española. BrokerTec se califica a sí mismo como un sistema electrónico organizado de contratación, que actúa únicamente por cuenta ajena y se abstiene de realizar labores de liquidación de las operaciones contratadas a través de su sistema. Aunque no realice directamente labores de liquidación, ello no implica que la empresa no participe en la elaboración de los procedimientos correspondientes e incluso imponga un determinado procedimiento a sus participantes.

El acuerdo entre BrokerTec y el Banco de España establece, de una manera similar al convenio firmado con EuroMTS en 1999 (2), que BrokerTec comunicará al Banco de España las operaciones sobre deuda pública del Estado que los participantes en este sistema contratan. Dichas operaciones serán liquidadas, bien en las cuentas de valores y de tesorería de los participantes en el Banco de España, cuando estos dispongan de ellas, bien en la entidad gestora designada por el participante.

VIII.2.2. El Sistema Organizado de Negociación de SENAF

El Consejo de Ministros autorizó el 23 de febrero de 2001 la constitución de SENAF como Sistema Organizado de Negociación (en adelante, SON). SENAF es el sistema de negociación electrónica de deuda pública creado por Infomedas en 1999 y en el cual AIAF tomó una participación del 60,1 % en octubre de 2000, con la que se pretende afianzar la integración de los sistemas de negociación de renta fija en España.

El SENAF.SON, denominación oficial del sistema, se rige por su Reglamento General, según el cual, podrán ser miembros de este sistema todos los miembros de un mercado secundario oficial de renta fija y, en determinadas condiciones, los miembros de mercados de renta fija de otros países. En SENAF.SON puede negociarse una amplia gama de instrumentos financieros, gama que puede ser modificada por el Consejo de Administración. Este organismo director de SENAF.SON está obligado a informar al Banco de España y a la CNMV de cualquier propuesta de cambio en el Reglamento General, estando estos últimos capacitados para dejar sin efecto aquellas regulaciones y decisiones de SENAF.SON que, en su opinión, contravengan la legislación del mercado de valores o perjudiquen la corrección y la transparencia en la negociación y en el proceso

(2) Véase la Memoria de la Central de Anotaciones de 1999.

de formación de precios o reduzcan la protección de los inversores.

Conviene recordar que la figura del SON estaba regulada en la Ley del Mercado de Valores —a partir de su reforma en noviembre de 1998—, que establecía que estos sistemas deberían ser autorizados por el gobierno previo informe de la CNMV. Con esta figura jurídica se pretende regular adecuadamente las nuevas estructuras operativas y tecnológicas que se están implantando en los mercados financieros.

El desarrollo de estos sistemas está muy ligado a los avances tecnológicos, especialmente en el campo de las redes de comunicaciones, que facilitan la configuración de plataformas de negociación independientes de las tradicionales, respaldadas por los participantes y, en gran medida, autorreguladas. Con estas plataformas se ofrece a los grandes participantes del mercado mecanismos de negociación avanzados, muy flexibles y adaptados a sus necesidades.

VIII.2.3. Cambios en la regulación de los creadores de mercado y negociantes del mercado de deuda pública

En abril del año 2000 el Tesoro incorporó algunas modificaciones a las figuras de creador y negociante de deuda pública que habían sido reguladas en 1999. Estas reformas responden a la continua adaptación de los diferentes elementos integrantes del mercado de deuda pública al mercado unificado de deuda pública del área euro, cada vez más armonizado y competitivo.

Para los creadores de mercado, se introducen cambios tanto en los derechos como en las obligaciones, y también en los procedimientos de evaluación utilizados por la DGTPF. En lo relativo a los derechos de los creadores de mercado, la Resolución de 10 de abril permite a la DGTPF una mayor flexibilidad en la emisión de deuda en las segundas vueltas de las subastas. En la nueva regulación, el máximo que se puede emitir en las segundas vueltas tiene un carácter más orientativo, con el fin de que la DGTPF pueda tener en cuenta el sistema de incentivos de los creadores de mercado. Las cantidades que podrá recibir cada creador dependerán de su tasa de participación en las dos últimas subastas, pudiendo la DGTPF aumentar en un 20 % la cantidad resultante de dicho cálculo.

Las obligaciones de los creadores de mercado se modifican al reducirse los diferenciales a los que deben cotizar las emisiones designa-

das como *benchmarks*, aumentándose además las cantidades mínimas que deben cotizar en firme desde cinco millones de euros hasta diez millones de euros para los bonos entre tres y diez años. Tendrán además que cotizar cuatro referencias adicionales en un volumen mínimo de cinco millones de euros y con unos diferenciales máximos. Las obligaciones de cotización de valores se pueden reducir de cuatro a dos emisiones, con diferenciales máximos y volúmenes mínimos, cuando se coticen además dos bonos con vida residual superior a cinco años. La Resolución de 23 de julio de 1999 queda derogada y se extienden las obligaciones de cotización sobre el bono notional de MEFF a diez años a todos los creadores de mercado. Se establecen asimismo dos períodos de cómputo, uno en la mañana, en el que habrán de mantenerse las cotizaciones durante el 70 % del período, y otro en la tarde, en el cual habrán de mantenerse las cotizaciones el 45 % del período. El incumplimiento durante más de cinco meses de las obligaciones de participación en los mercados primario y secundario por parte de los creadores supondrá la pérdida de dicha condición. En la operativa en el mercado secundario, la Resolución regula, además, de manera explícita la necesidad de mantener claramente separadas las fuentes de precios de SENAF y las de la operativa con terceros del mercado.

La evaluación de los creadores se hará sobre su participación en el sistema Infomedas, sucesora de la antigua Red de Mediadores entre Negociantes de Deuda Pública Anotada, aunque la DGTPF podrá considerar el cómputo de la actividad en otras redes electrónicas de negociación en que se negocie deuda pública española. El cómputo de la actividad en otra red requerirá un convenio previo de la red de negociación con la DGTPF y la interconexión de esa red con Infomedas, manteniéndose las mismas condiciones en cuanto a diferenciales y volúmenes cotizados.

Por su parte, los negociantes de deuda pública han visto modificada su anterior regulación de 1999 por una Resolución de la DGTPF de 10 abril de 2000, en la que se establecen como derechos de los negociantes la posibilidad de acceder a la condición de creador de mercado y la de ser valorados como posible contrapartida del Tesoro cuando este realice operaciones tales como permutas financieras u operaciones en divisas. Para ser creador de mercado habrá que ser previamente negociante de deuda pública y mantener un nivel de actividad similar al requerido a los creadores de mercado. Como obligaciones, los negociantes deberán cotizar en la red Infomedas los bonos designados como *benchmark* para los plazos de tres años, cinco

años y diez años en las mismas condiciones que los creadores de mercado. La actividad en el mercado secundario de los negociantes se evaluará mediante las mismas condiciones que las que se aplican a los creadores de mercado. La Resolución de la DGTPF incluye una obligación nueva respecto de la regulación de 1999: el deber de información de los negociantes respecto de la DGTPF en los asuntos relevantes al mercado de deuda pública en general y al grupo de negociantes en particular. Las obligaciones de los negociantes podrán ser dispensadas por la DGTPF en situaciones excepcionales de mercado cuando lo soliciten al menos tres entidades negociantes.

VIII.2.4. Ampliación de la excepción de la necesidad de retención fiscal en el pago de intereses a la deuda de Entes Locales y Comunidades Autónomas

El Real Decreto de 1 de diciembre de 2000 ha equiparado el régimen de retenciones aplicado a la deuda de las Comunidades Autónomas y de los Entes Locales registrada en la Central de Anotaciones al de la deuda del Estado. Este régimen, que requerirá en cada caso la firma de un convenio entre el Banco de España y cada Comunidad Autónoma o Ente Local, permitirá que los procedimientos de pagos de intereses correspondientes a la deuda del Estado registrada en la Central de Anotaciones que, en virtud de la normativa vigente, estén exceptuados de retención sean aplicables a la deuda emitida por la Comunidades Autónomas y las Entidades Locales.

VIII.2.5. Gestión del saldo del Tesoro en el Banco de España

Un desarrollo relevante para el mercado de deuda pública es el cambio que se ha producido a comienzos del año 2001 en la gestión de la liquidez del Tesoro español. Los saldos que el Tesoro mantiene en sus cuentas en el Banco de España responden a la función de tesorero del Estado que ejerce el Banco de España, que implica la prestación de servicios bancarios por parte del Banco de España al Tesoro y, en definitiva, el mantenimiento en las cuentas del Banco de los saldos finales, necesariamente acreedores para el Tesoro (3).

(3) Dada la prohibición de financiación a través del banco central contenida en el artículo 104 del Tratado de la Unión Europea, el artículo 101.3 de la Ley General Presupuestaria y el artículo 13.2 de la Ley de Autonomía del Banco de España, aunque esta financiación o descubierto en las cuentas fuera a ser únicamente temporal.

La gestión de la liquidez del sistema bancario en la Unión Monetaria ha hecho recomendable modificar el esquema anterior, con el fin de evitar que las variaciones de las cuentas públicas en los bancos centrales supusieran una dificultad para la instrumentación monetaria. Así, y aunque la predicción de estas variaciones en el caso español no eran muy problemáticas para la gestión de la liquidez en el área del euro, el Banco de España y el Tesoro han alcanzado un nuevo acuerdo en relación con la gestión de los saldos de este último.

En efecto: durante los últimos meses del año 2000 y comienzos del 2001, el Tesoro y el Banco de España han diseñado un sistema de subasta que permite que esos saldos acreedores del Tesoro en el Banco de España sean traspasados a las entidades, eliminando así los posibles problemas que las variaciones no previstas de esta partida afectarían a la instrumentación monetaria. Esta colocación de los saldos del Tesoro en entidades financieras es habitual en otros países y está contemplada en el artículo 4 bis de la Ley General Presupuestaria.

La instrumentación de estos traspasos de saldos a la banca privada se realiza mediante operaciones simultáneas a un día, y las entidades adjudicatarias de la liquidez del Tesoro, que tendrán que aportar como garantía deuda del Estado registrada en la Central de Anotaciones, se determinan mediante subastas similares a las que realiza el Banco de España en las operaciones regulares de financiación. Para cada período el Tesoro comunicará unas previsiones de la liquidez que desea colocar en el mercado y, basándose en ellas, las entidades efectúan sus pujas. A estas subastas, que inicialmente se realizarán mensualmente, pueden acudir tanto las contrapartidas españolas del BCE como los creadores y negociantes del mercado de deuda pública con cuenta de tesorería abierta en su nombre en el Banco de España. En la subasta las entidades pueden realizar hasta tres pujas, cada una de ellas a un diferencial sobre el tipo EONIA y por una cantidad mínima del 2 % de la liquidez subastada. La subasta será de tipo americano con prorrateos en el caso de que en el precio marginal la demanda acumulada supere el 100 % de la liquidez ofrecida por el Tesoro y habrá una segunda vuelta en caso de que no se consiga colocar toda la liquidez entre las entidades adjudicatarias de la primera vuelta.

Al deshacerse la simultánea, a primera hora de la mañana, los valores volverán a las cuentas de las entidades en la Central de Anotaciones y el Tesoro recuperará su saldo de efectivo más los intereses generados, con los que podrá realizar los cobros y pagos habituales en

sus cuentas del Banco de España. Las operaciones se renovarán cada día, quedando en la cuenta del Tesoro en el Banco de España al final de la jornada únicamente un remanente de 300 millones de euros.

VIII.3. TEMAS PENDIENTES

VIII.3.1. Unificación de los sistemas de compensación y liquidación españoles

España cuenta en la actualidad con seis sistemas de liquidación de valores y cinco Depositarios Centrales de Valores, que son las entidades encargadas de la gestión de dichos sistemas. En concreto, el Banco de España gestiona, por cuenta del Tesoro español, la Central de Anotaciones, que registra y liquida las operaciones del Mercado de Deuda Pública Anotada. El Servicio de Compensación y Liquidación (SCLV, en adelante) compensa, liquida y registra los valores de renta fija privada y de renta variable negociados en las Bolsas españolas, siempre y cuando los valores se negocien en Madrid o en al menos dos Bolsas españolas, y la renta fija privada negociada en AIAF Mercado de Renta Fija, este último con un sistema de liquidación diferente al de los valores negociados en Bolsa. A los dos Depositarios anteriores, de ámbito nacional, hay que sumar los tres autonómicos, SCL Barcelona, SCL Bilbao y SCL Valencia, para valores que se negocien exclusivamente en sus respectivas plazas financieras, y el caso especial de MEFF, que además de depositario es un mercado regulado.

Esta atomización tradicional del registro y liquidación de los mercados de valores en España contrasta con un proceso de consolidación, actualmente en marcha en toda Europa. El proceso de integración de los depositarios centrales de valores ha traspasado las fronteras nacionales con la llegada del euro. A partir de 1999, se han producido dos fusiones transfronterizas, alrededor de los dos depositarios internacionales, Euroclear y Cedel dirigidos a facilitar el registro de valores localizados fuera del país de residencia del inversor. La primera fusión transnacional fue la de Cedel con el Depositario alemán, la Deutsche Börse Clearing (DBC), que formó el grupo Clearstream International. Posteriormente, Euroclear se ha fusionado con los Depositarios Centrales de Francia, Bélgica y Holanda.

Este proceso de unificación hacía necesaria una reorganización, en España, del mapa del registro y liquidación de los mercados de valo-

res. El proceso de integración ha comenzado en junio del año 2000, con la creación de la sociedad «Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación», S.A, Iberclear. El SCLV aporta el 55 % del capital social y el 45 % restante es propiedad del Banco de España. La Promotora tiene como finalidad el estudio, preparación y promoción de los cambios legales, organizativos y técnicos precisos para unificar los sistemas de compensación, registro y liquidación actualmente encomendados a la Central de Anotaciones y al SCLV, de modo que su gestión pase a corresponder a una única entidad nueva. El proyecto está totalmente abierto a los sistemas de compensación y liquidación de ámbito autonómico, así como a MEFF como sistema de liquidación del mercado de derivados.

La creación de la Promotora permite avanzar en un proyecto de unificación en España de las centrales depositarias y sistemas de liquidación. Así, aun cuando la legislación del Mercado de Valores española mantiene, por el momento, una clara división entre los dos registros centrales de los mercados de valores de ámbito nacional, la Sociedad Promotora, por acuerdo de sus socios, y con el visto bueno de las autoridades, actuará como un «depositario central único», especialmente en el ámbito estratégico y representativo, manteniendo el SCLV y la Central de Anotaciones sus actuales competencias en relación con la gestión diaria del registro y liquidación de los valores que tienen legalmente encomendados.

De este modo, la gestión de valores de características similares, renta fija privada y deuda pública, se simplificará, unificando en un solo procedimiento la gestión del registro, compensación y liquidación de la renta fija española, con el fin de suprimir la necesidad de mantener tres procesos informáticos y organizativos internos diferentes.

Iberclear, con el acuerdo del Banco de España y del SCLV, ha escogido la plataforma técnica de la Central de Anotaciones para registrar y liquidar los valores de renta fija negociados en los tres mercados citados anteriormente. La elección se basa en la capacidad de la Central de Anotaciones para operar en tiempo real, por disponer de un mecanismo de provisión de liquidez intradía y por su conexión con el sistema de pagos. Dado que la legislación aún vigente encomienda la gestión de la renta fija privada negociada en el ámbito nacional al SCLV, el Banco de España y el SCLV han firmado a comienzo del año 2001 un acuerdo de prestación de servicios, según el cual el SCLV empleará los medios técnicos de la Central de Anotaciones del Banco de España, y, en con-

secuencia, se liquidarán en esta última las operaciones. Obviamente, el SCLV conservará la responsabilidad legal de la liquidación hasta que la Ley de Modernización del Sistema Financiero, actualmente en elaboración, modifique la Ley del Mercado de Valores.

VIII.3.2. Ley de Modernización del Sistema Financiero

La Ley de modernización del sistema financiero, LMSF, actualmente en fase de Anteproyecto, modificará varias normas con el fin de adaptar diversas instituciones de nuestro sistema financiero a las novedades producidas en los últimos años. Con ella se pretende favorecer la canalización del ahorro hacia la inversión, incrementar la competencia entre los participantes privados, aumentar la eficiencia de los mercados financieros y la transparencia en las operaciones y en las actividades que realizan los diferentes participantes.

El texto afectará al mercado de deuda pública en el segmento de registro, compensación y liquidación, ya que permitirá seguir avanzando en el sentido descrito en la sección anterior. Así, se prevé la creación de una nueva sociedad («Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores») a la que se atribuye las actuales funciones del SCLV y de la Central de Anotaciones y, de forma potencial, la compensación y liquidación de todos los valores de renta fija y variable que se negocian en España, en la medida en que los servicios de compensación y liquidación de carácter autonómico, así como los correspondientes a otros mercados oficiales, pueden integrarse en la citada sociedad.

En este mismo ámbito de la compensación y liquidación, conviene destacar que la LMSF introduce la figura de la entidad de contrapartida central, que se define como aquella entidad de naturaleza financiera que, actuando por cuenta propia, asegura la liquidación de las operaciones contratadas en los mercados de valores. Este aseguramiento se consigue gracias a la interposición de la entidad de contrapartida central en todas las operaciones, de forma que esta entidad asume como propias las obligaciones de ejecución de las distintas órdenes y gestiona los riesgos de esta actuación mediante la exigencia de garantías a los participantes.

Por otro lado, la LMSF desarrolla un nuevo instrumento financiero, similar a las Cédulas Hipotecarias reguladas en la Ley 2/81, reguladora del mercado hipotecario, y en el Real Decreto 685/1982. En efecto: la LMSF permitirá que las entidades de crédito realicen emisiones de va-

lores de renta fija, con la denominación exclusiva de «Cédulas Locales», cuyo capital e intereses estarán especialmente garantizados por los préstamos y créditos concedidos por el emisor al Estado, las Comunidades Autónomas, los Entes Locales, los Organismos Autónomos y a las entidades públicas empresariales o de naturaleza análoga del Espacio Económico Europeo. El importe emitido por cada entidad no podrá ser superior al 70 % de los préstamos y créditos que respaldan globalmente las emisiones.

A las Cédulas Locales no les será de aplicación la regulación de las obligaciones contenida en la Ley de Sociedades Anónimas, ni la Ley 211/1964, que regula la emisión de obligaciones por las sociedades que no revistan la forma de sociedad anónima. Aunque las Cédulas Locales no requerirán de inscripción en Registro Mercantil, sus tenedores serán acreedores preferentes y tendrán título ejecutivo contra la entidad emisora en caso de impago por esta. La inversión en este tipo de activos tiene un atractivo añadido para las entidades de crédito, ya que su ponderación en el cómputo de recursos propios se situará en un 10 %, frente al 20 %

de los valores normales emitidos por entidades de crédito.

La LMSF modifica la Ley del Mercado de Valores en su disposición adicional décima, que regulaba la compensación de operaciones con instrumentos derivados y extiende la cobertura de la Ley a las compensaciones realizadas sobre contratos con instrumentos financieros, los préstamos de valores y cualquier otra operación de garantía que tenga por objeto deuda pública, otros valores negociables o efectivo. Estas compensaciones serán válidas sin más requisitos que su formulación documental privada y la entrega, transmisión o anotación registral de los valores y la transferencia del efectivo. Esto permitirá a los operadores españoles en los mercados financieros un ahorro en los costes de fe pública que hacen actualmente inviables ciertos mecanismos de instrumentación de garantías en los mercados financieros. Asimismo, permite que las entidades españolas utilicen contratos estandarizados como los ISDA, lo que favorece un acceso rápido y con bajo coste a los mercados financieros internacionales por parte de las entidades.