

[en portada]

>> en portada / La liquidación de valores en el camino de la integración europea >



Con la creación de Iberclear, BME está presente en el debate de la conformación de un nuevo modelo de negocio para el sector en Europa

LA LIQUIDACIÓN DE VALORES EN EL CAMINO DE LA INTEGRACIÓN EUROPEA

La aceleración del proceso de integración financiera europea ha significado, a lo largo de los últimos años, importantes movimientos en las estructuras y las instituciones que rigen los mercados de valores. Durante los mismos las Bolsas se han mostrado capaces de compaginar el proceso con la puesta en marcha de continuas mejoras de los sistemas de contratación para asegurar la rapidez, la eficiencia y la seguridad de las transacciones. Paralelamente, los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores, la "post contratación", también ha experimentado considerables avances y mejoras en los servicios ofrecidos, especialmente a escala nacional. Aunque en la trastienda de los mercados, la evolución de este sector es clave para el correcto funcionamiento de los mismos y el resultado del actual debate de conformación del modelo de negocio para Europa tiene importantes repercusiones entre otras cosas, para los costes que han de soportar los inversores finales. El segundo Informe Giovannini ha establecido la fecha de junio de 2006 como tope para la eliminación de las barreras fundamentales que impiden la integración del sector de la liquidación en Europa. La iniciativa ha sido bien acogida aunque con cierto escepticismo respecto a los plazos que contempla por los relevantes cambios que requiere y el estado de indefinición actual sobre la estructura y el modelo de negocio unificado que debe imperar.

Jesús Benito,
Director General Adjunto de Iberclear

El sector de la compensación, liquidación y registro central de los mercados de valores tradicionalmente ha sido el gran desconocido de los mismos. Solo unos pocos especialistas conocen lo que está detrás de los mercados. Así, mientras que las noticias de prensa sobre posibles, o reales, fusiones entre Bolsas europeas ocupan primeras planas de telediarios, periódicos y revistas, los movimientos equivalentes en los Depositarios

Centrales de Valores merecen únicamente pequeñas reseñas en periódicos económicos. Es más que probable que a estas alturas muchos de los lectores de este artículo se estén preguntando qué es un Depositario Central de Valores. Quizá merezca la pena empezar desde el principio y describir brevemente este sector, antes de pasar a describir los últimos acontecimientos que han revolucionado el mismo.



> LA COMPENSACIÓN, LIQUIDACIÓN Y EL REGISTRO DE VALORES

El proceso que conlleva la compraventa de un instrumento financiero en su correspondiente mercado implica distintas fases. En la primera fase, la de cotización y contratación, los oferentes y demandantes negocian sobre las condiciones de su operación: "descubren" los precios a los cuales están interesados y cierran un contrato de compraventa, ya sea de forma centralizada, en un sistema en donde confluyen todas las órdenes de compra y venta, o de forma descentralizada, es decir, el comprador y vendedor cierran acuerdos de forma bilateral y directa o indirecta (mediante un intermediario o broker) entre ellos.

Las Bolsas de Valores son el ejemplo más claro de la fase de contratación, por su relevancia histórica y su valor simbólico.

Desde el momento en que una orden está aceptada y concluida en un mercado, centralizado o no, comienza lo que se suele denominar genéricamente como "post-contratación", que a su vez consta de diferentes etapas: "compensación", "liquidación" y "registro y administración" de los valores.

Tras el acuerdo, el vendedor tiene que entregar los valores vendidos y el comprador pagarlos. Como es lógico, uno quiere entregar al tiempo que recibe el efectivo correspondiente, mientras que el otro no "suelta" el dinero hasta que no le entreguen los valores que ha comprado. Este fenómeno, que se denomina como "principio de entrega contra pago", trata de eliminar el "riesgo de principal". La creación de la infraestructura de la post-contratación trata de facilitar los pagos y las entregas, de una forma rápida, eficiente, segura y fluida, con el añadido de que es preciso conseguir la simultaneidad de las entregas de valores con sus correspondientes pagos de efectivo.

En la fase de la liquidación, el comprador y el vendedor cumplen con sus recíprocos compromisos alcanzados en la fase de la contratación. Además de estas dos fases imprescindibles en los mercados financieros, nos referimos a la contratación y la liquidación, puede existir una adicional que es la compensación, cuyo objetivo es la de transformar en saldos netos los saldos brutos pendientes de liquidar, consecuencia de las operaciones contratadas.

Por último, los mercados financieros mo-



Con la creación de los CSDs, la compensación y liquidación nacional de valores ha alcanzado durante los años noventa niveles de eficiencia y seguridad muy elevados. Sin embargo, el proceso de inversión es cada vez más global. La inversión en valores extranjeros aumenta de forma exponencial en los últimos años. Mientras que a nivel doméstico existen unas estructuras nacionales, los Depositarios Centrales de Valores, que facilitan y posibilitan una compensación, liquidación y registro ágil, barato, eficiente, libre de riesgos..., en el ámbito internacional no existen instituciones similares.

ernos representan los títulos-valores de forma intangible. Estamos hablando de la desmaterialización del tradicional título físico, al portador o nominativo, que se materializaba en un papel físico, en algunos casos auténticas obras de arte que hoy adornan muchos despachos.

Hoy, por tanto, los valores ya son simples anotaciones en cuenta administrados por sistemas informáticos. Los apuntes informáticos se constituyen, en consecuencia, en la prueba de nuestra propiedad. Hemos llegado a la fase del registro de los valores y con la desmaterialización, a la moderna infraestructura de post-contratación.

Este proceso de desmaterialización, que visto desde hoy por el gran número de profesionales que en los últimos diez años, por ejemplo, se han incorporado a este sector, parece muy lejano. Pero, en realidad, culminó en la mayoría de los países avanzados en los últimos años de los

**PUBLICIDAD
DE
*BANCOVAL***

> ochenta y primeros de los noventa del siglo XX, con la creación de los Depositarios Centrales de Valores.

Por último, es conveniente aclarar que todos estos procesos de la post-contratación, la compensación, la liquidación y el registro de valores, los Depositarios Centrales los llevan a cabo mediante unos programas informáticos y unas normas y reglas que configuran los denominados Sistemas de Liquidación de Valores ("Securities Settlement Systems", en inglés).

LOS ACTORES DE LA COMPENSACIÓN, LIQUIDACIÓN Y REGISTRO

De esta forma, hemos llegado a la descripción de los actores intervinientes en la fase de post-contratación. Dado que los títulos son anotaciones en cuenta, en algún sistema informático había que registrar de forma centralizada, la emisión total de los valores por parte de sus emisores y la correspondiente propiedad de sus inversores. Este es el origen de los Depositarios Centrales de Valores, ("Central Securities Depositories" -CSDs-, en terminología inglesa), las instituciones encargadas de la llevanza centralizada del registro contable de los valores.

Además, como forma de facilitar la movilidad de la propiedad, los CSDs junto con la base de datos que anota y controla la emisión y propiedad de los valores, desarrollan toda la infraestructura necesaria para optimizar, minimizando riesgos, el movimiento simultáneo entre comprador y vendedor de las anotaciones informáticas que representan los valores y el efectivo, con la conexión con los sistemas de pagos de los ban-

La actual situación de diferentes CSDs en cada país europeo es aparte de una realidad la resultante de que todavía no es posible la unificación de todos los sistemas europeos. La post-contratación tiene cuatro componentes básicos. El principal, del cual se derivan consecuencias para los otros tres, es la importancia del componente legal implícito en las funciones de los CSDs nacionales, en especial su función registral de la que emanan derechos fundamentales de primer orden en las legislaciones nacionales y reguladas de forma muy diferente en cada una de ellas.

cos centrales, en la mayoría de los casos.

El informe del Grupo de los Treinta de 1989⁽¹⁾ recomendaba la creación en cada país de al menos un CSD. Así, de 13 CSDs existentes en el mundo en 1980, se pasa a 28 en 1990 y a nada menos que 122 en el año 2000. Estamos hablando, pues, de instituciones ciertamente jóvenes.

Junto a la infraestructura central de la post-contratación, se encuentran multitud de actores. Los intermediarios financieros son los participantes directos en los CSDs, puesto que los inversores finales canalizan sus compras y ventas a través de ellos. Esta profesionalización es precisa y necesaria como forma de optimizar los mercados. Así, mientras unas entidades, - o unos departamentos de la misma entidad -, se especiali-

zan en ofrecer acceso a los sistemas de contratación ("brokers, dealers,..."), otros se encargan de la liquidación de las operaciones y administración de los valores una vez comprados.

En lo que se refiere a la compensación, liquidación y administración de valores, las entidades abren cuenta en los sistemas de liquidación de valores de los CSDs, en donde anotan las tenencias de sus clientes de forma global, mientras que el detalle y los datos identificativos de sus clientes se anotan en sus libros registros. Es decir, tal y como sucede en España y en la mayoría de los países de nuestro entorno, las tenencias de los inversores se registran en los sistemas informáticos de las entidades participantes del CSD, en donde se controla la suma global del total de clientes por cada participante.

EL PROCESO DE INVERSIÓN TRANSFRONTERIZA

Con la creación de los CSDs, la compensación y liquidación nacional de valores ha alcanzado durante los años noventa niveles de eficiencia y seguridad muy elevados.

Sin embargo, el proceso de inversión es cada vez más global. La inversión en valores extranjeros aumenta de forma exponencial en los últimos años de los noventa. Mientras que a nivel doméstico existen unas estructuras nacionales, los Depositarios Centrales de Valores, que facilitan y posibilitan una compensación, liquidación y registro ágil, barato, eficiente, libre de riesgos..., en el ámbito internacional no existen instituciones similares.

Los denominados Depositarios Internaciona-

(1) "Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets", Group of Thirty, 1989.

les (Internacional CSDs o ICSDs como se les conoce en inglés) y los custodios universales ("global custodians") posibilitan el acceso de sus clientes a multitud de diferentes mercados mediante su red de corresponsales, ya sean entidades propias o asociadas, como los custodios locales ("local custodians") que conocen las innumerables peculiaridades de las normativas, reglas, tecnología y estándares requeridos en cada legislación.

De esta forma, la diferencia más importante, quizá, entre la inversión nacional y la inversión transfronteriza, es la cadena de intermediarios existente entre un inversor final ("beneficial owner") y el Depositario Central en donde el emisor registró los valores emitidos. Como hemos visto, en el plano nacional, esta cadena es muy corta, limitándose en la mayoría de los casos a un intermediario financiero, entidad participante del Depositario Central.

Por el contrario, en la inversión sobre valores extranjeros, la cadena de intermediarios suele ser mucha más extensa, siendo muy normal encontrarse entre el inversor final y el Depositario Central, un intermediario financiero próximo al inversor, un

intermediario de su país, de mayor tamaño que canaliza inversiones hacia el extranjero, que a su vez contacta con un custodio global y/o un ICSD, y éstos, a su vez, utilizan los servicios de un custodio local con acceso y conocimientos suficientes para acceder al CSD en donde se emitieron los valores. Evidentemente, el proceso de compensación, liquidación, registro y administración de las tenencias de valores emitidos en un CSD extranjero se complica, se alarga en el tiempo y, como es lógico, se encarece.

LA CONSOLIDACIÓN DE DEPOSITARIOS CENTRALES A NIVEL NACIONAL

En el proceso de creación de los CSDs, la tendencia más habitual era la creación de dos por país. Uno dedicado a la renta variable y la renta fija privada y otro, por su proximidad a la instrumentación en política monetaria basada en la deuda pública, en el banco central correspondiente. Caso excepcional fue el de España, que a primeros de los noventa contaba con seis CSDs: el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, Espaclear, SCLBarcelona, SCLBil-

bao, SCLValencia y el Banco de España, como gestor de la Central de Anotaciones del Mercado de Deuda Pública.

Desde mediados de los noventa, el proceso de integración horizontal entre Depositarios Centrales de un mismo país, iniciado en Holanda y continuado en Francia, Reino Unido e Italia, por citar algunos casos cercanos, condujo a la existencia de un único CSD en cada país.

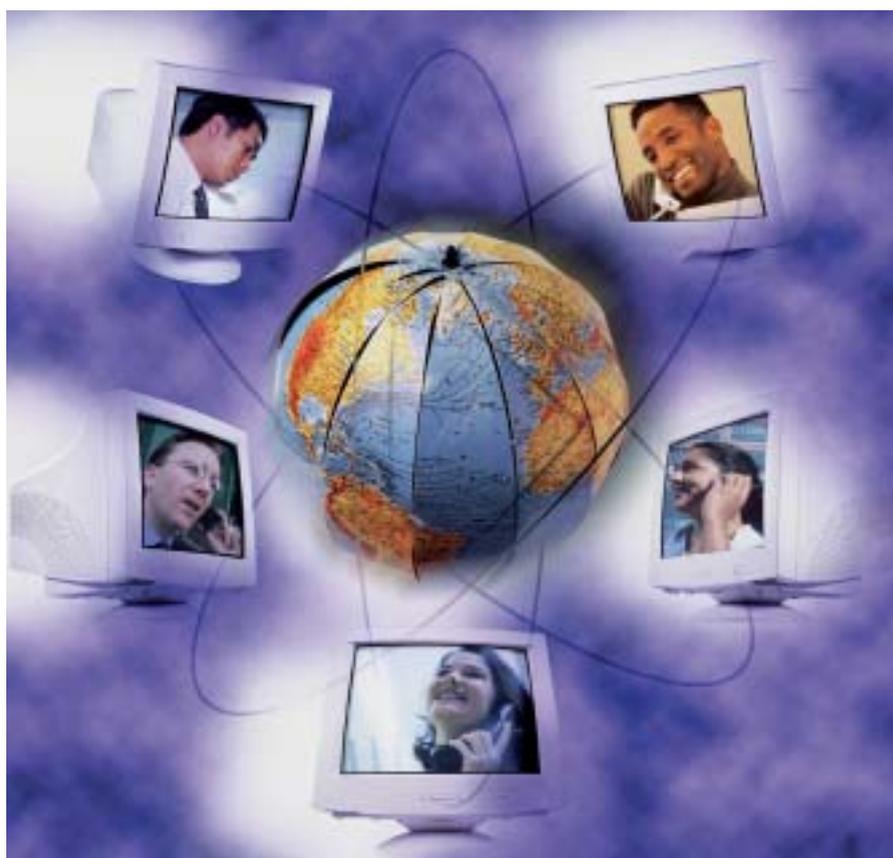
LA CONSOLIDACIÓN DE DEPOSITARIOS A NIVEL INTERNACIONAL

En realidad, el proceso de consolidación nacional antes comentado era consecuencia del posicionamiento del sector frente al reto cierto que implicaría la llegada del euro. Con la Unión Monetaria Europea, la zona se embarca en un proceso de consolidación financiera que permita a los mercados de valores europeos competir en igualdad de condiciones con los mercados de Estados Unidos. Es preciso crear unas estructuras de contratación y post-contratación eficientes, no sólo a nivel doméstico, sino también a nivel europeo.

Surgen innumerables estudios y propuestas que tratan de ofrecer soluciones para el sector. Los dos grandes ICSDs, con unos recursos propios y unos márgenes muy superiores a los CSDs, se embarcan en una carrera competitiva para ofrecerse como la base sobre la que gire la necesaria consolidación de los más de treinta CSDs existentes en Europa a finales de los años noventa. Asimismo, la propia consolidación en el sector de la contratación tendría sus consecuencias en un sector tan unido al mismo como es el de la post-contratación.

La situación actual en la post-contratación gira entorno a dos grandes grupos, Euroclear (un ICSD), que ha adquirido los depositarios de Francia, Bélgica, Holanda y Reino Unido, y que en un futuro muy próximo se supone adquirirá el de Portugal, por cuanto Euroclear está muy próximo a Euronext. Por otro lado, Clearstream (el otro ICSD) fue adquirido por la Deutsche Börse, formando parte del silo vertical alemán.

Como en el caso de las bolsas, el resto de Depositarios Centrales europeos están ajenos, por el momento, a estas dos iniciativas. Monte Titoli, el CSD de Italia es desde el año pasado propiedad de la Bolsa Italiana, formando parte del silo italiano. >



> **IBERCLEAR:
LA RESPUESTA ESPAÑOLA**

De esta forma, de la manera más resumida posible, hemos llegado al presente, a la situación actual, tanto en España como en Europa y es preciso hablar de IBERCLEAR. IBERCLEAR se ha creado el pasado 1 de abril como resultado de la fusión del

Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y de la Central de Anotaciones del Mercado de Deuda Pública, gestionada hasta entonces por el Banco de España. Con la unión de esfuerzos, IBERCLEAR intentará seguir prestando los altos niveles de servicio que actualmente reciben sus participantes, a la vez que intentará bus-

car la mejor forma posible de encajar las estructuras nacionales con sus homólogos europeos.

Todo ello, compartiendo los objetivos y cooperando plenamente con Bolsas y Mercados Españoles (BME), grupo al cual pertenece IBERCLEAR y con el cual está totalmente comprometido.

Lo que se está haciendo en España

IBERCLEAR: PERSPECTIVAS FUTURAS

Tal y como de forma concisa hemos tratado de explicar, la situación actual en el sector es de gran incertidumbre. Ante esta situación, IBERCLEAR tiene la responsabilidad de seguir trabajando para el beneficio de los participantes, emisores e inversores españoles.

A nivel doméstico, nos enfrentamos, en primer lugar, con el reto de aunar dos culturas corporativas diferentes, cuestión que no se resuelve de forma inmediata. Sin embargo, las bases sobre las que estamos trabajando nos permiten ser optimistas en este punto, por cuanto el proceso de integración del personal del Banco de España con el proveniente del SCLV se ha llevado a cabo de forma muy positiva, con un reconocimiento expreso, desde estas líneas, a la actitud enormemente constructiva y colaboradora, en el difícil proceso que toda fusión implica, de todos y cada uno de los casi cien empleados que formamos IBERCLEAR en este momento.

Asimismo, está claro que la confluencia hacia estándares internacionales, homologados y comunes, es una cuestión de tiempo. Por ello, es preciso abordar, teniendo muy en cuenta esta premisa, algunas de las peculiaridades que nuestros sistemas tienen, con el objetivo de aproximar el modelo de renta fija y el de renta variable entre sí, a la vez que avanzamos en la homologación de los mismos con los de nuestro entorno, con los cuales, de una forma u otra, nos tendremos que integrar.

El modelo de liquidación bursátil ha demostrado durante muchos años su seguridad y eficiencia. Sin embargo, su peculiaridad, la liquidación además de por saldos suficientes en las de cuentas de valores, mediante la obligada entrega por el vendedor de la referencia de registro asignada en el momento de la compra, puede ser un aspecto a mejorar. En el ámbito de la inversión residente, estas entregas se producen sin ninguna dificultad. Sin embargo, de todos los profesionales en el sector es conocida la opinión negativa que este aspecto merece allende nuestras fronteras. En primer lugar, simple y llanamente por desconocimiento del sistema, por cuanto esta forma de liquidar es exclusiva de nuestro sistema bursátil... y ya se sabe que lo desconocido es siempre complicado. No olvidemos, en todo caso, que también otros mercados extranjeros cuentan con sus propias peculiaridades, como el "stamp duty" británico, por citar alguna. En segundo lugar, por cuanto las cadenas de intermediarios financieros que permiten la entrada de inversores no re-

sidentes a nuestro sistema, al resultar más alargada que para los residentes, provocan una serie de retrasos temporales y problemas administrativos que implican ciertas dificultades a la hora de la liquidación.

Estamos embarcados en la confluencia de los dos modelos de liquidación existente en nuestro país, por el momento, en conversaciones y estudios al más alto nivel con nuestros supervisores, con el objetivo de que la liquidación del mercado bursátil se produzca exclusivamente por saldos, mientras que la justificación o entrega de las referencias necesarias, se deje para el ámbito exclusivamente del registro, sin interferir en el de la liquidación. Con ello, conseguiríamos aunar las dos filosofías actuales de liquidación, renta fija y renta variable, que continúan aún separadas en nuestros sistemas.

Una posible conjunción de los dos mundos actuales, el de renta fija y el de renta variable, nos permitiría confluir nuestras dos plataformas tecnológicas de liquidación actuales: CADE para la renta fija y SCLV para la variable, en una única, con el ahorro y sinergias pertinentes para los back offices de nuestros participantes.

Pero hasta que este gran cambio sea una realidad, lo cual requerirá un plazo medio de tiempo, IBERCLEAR está trabajando en un proyecto denominado "Ventana Unificada de Comunicaciones (VUC)" con tres marcadas áreas: Una de conectividad, que trata de ofrecer nuevos medios de comunicación a nuestros participantes, como es el caso de SWIFT, el canal de comunicaciones cada vez más extendido en la industria financiera, así como extender a los dos sistemas, medios actualmente exclusivos de la renta variable, como es el caso de EDI-TRAN, PELICAN, MQ-SERIES, aplicación propia de cliente-servidor, etc... En este sentido, es de destacar la firma con SWIFT, a finales del mes de mayo de 2003, de un "Memorandum of Understanding".

La segunda área del proyecto VUC es la estandarización de nuestras comunicaciones conforme a la norma más extendida internacionalmente en la actualidad, es decir, el estándar ISO 15022. En esta labor, como en la primera, nuestras entidades participantes están colaborando plenamente con IBERCLEAR en el seno de un Grupo de Trabajo común, en donde Swift también está participando.

Por último, acabamos de arrancar internamente el tercer componente del proyecto VUC, el Sistema Único de Case (SUC), que permitirá ofrecer un "matching" común a la renta fija y a las operaciones de la renta variable (traspasos, préstamos de valores, etc...). Y

EL DEBATE ACTUAL EN EL SECTOR

Existe la generalizada opinión de que es urgente la consolidación en el sector de la post-contratación europea. Las divergencias se encuentran en el modelo, en los actores de dicho modelo y en los servicios que éstos puedan ofrecer. Desde nuestro punto

de vista las explicaciones ofrecidas hasta aquí son necesarias para entender la naturaleza del debate actual, sobre todo por parte de aquellos que no están inmersos en nuestro sector.

Un posible modelo es el de la creación de un único CSD para toda la zona europea. El razonamiento es en principio muy válido.

Si a nivel nacional los CSD y sus sistemas de liquidación de valores ofrecen una solución eficiente, repliquemos la misma infraestructura a nivel supranacional. Un único CSD paneuropeo. Además, se aduce, Estados Unidos siguió la misma línea de actuación mediante la fusión imperativa de los diferentes sistemas existentes en el pa-



El principal problema continúa siendo la definición de qué modelo se desea para este sector: quiénes pueden ofrecer qué servicios y bajo qué régimen económico. La configuración que se acuerde tendrá implicaciones en el Reglamento que IBERCLEAR tiene que desarrollar, en el cual tendrá que definir sus propias características de CSD, los servicios que podrá ofrecer y bajo qué régimen económico podrá ofrecerlos

como es lógico, una vez superada la fase actual de estudio interno, pediremos la colaboración de nuestros participantes, reunidos en la Comisión Técnica Asesora de IBERCLEAR, por cuanto nuestra visión de la compañía, ahora más que nunca, es la de ofrecer un mejor servicio a nuestros clientes, en definitiva nuestros participantes, al mejor coste posible. En consecuencia, sus opiniones y necesidades nos son primordiales.

No quisiera terminar esta concisa relación de proyectos nacionales sin la mención a una realidad. Desde finales de marzo, el sistema de liquidación bursátil cuenta con dos ciclos multilaterales y uno adicional de carácter bilateral, en lugar del único multilateral que hasta entonces contaba. Asimismo, en breve se pondrá en marcha un ciclo bilateral adicional por el que se canalizarán, por dentro del sistema, los pagos derivados de las operaciones económico-financieras, al igual que todos los CSDs de nuestro entorno vienen haciendo desde hace tiempo.

Como se ha podido constatar, todas las reformas mencionadas tratan de situarnos en línea con los servicios y estándares internacionales. Precisamente en el plano internacional, IBERCLEAR ha venido durante el último año, participando en un proyecto denominado "Central Securities Settlement Institution (CSSI)". La idea del proyecto era la creación de una institución central e independiente que facilitara las interconexiones entre los diferentes sistemas nacionales. Se trataba, por consiguiente, de crear un "traductor" que facilitara la comunicación entre diferentes formas de actuar. A su vez, sería preciso avanzar en la normalización y homogenización de procedimientos y normas entre los sistemas del proyecto. Cuestiones que, como hemos visto, son las que las autoridades europeas están solicitando.

En general, el proyecto fue recibido de forma muy positiva, cuando no entusiástica, por los intermediarios financieros europeos. CSSI

trataba de ofrecer una respuesta en el corto plazo, utilizando las estructuras existentes, para que fueran las fuerzas de la competencia las que, a más largo plazo y una vez allanadas las diferencias nacionales en legislación e imposición, permitieran consolidaciones más drásticas entre sistemas.

Desgraciadamente la situación actual del proyecto no permite ser muy optimista. IBERCLEAR ha constatado, mediante las discusiones habidas en este proyecto, como las diferencias existentes en la visión entre CSDs independientes, por un lado, e ICSD o CSDs de su grupo, dificulta en gran medida llegar a acuerdos admisibles para ambos. Así, IBERCLEAR contemplaba CSSI como una forma de alcanzar acuerdos que ofrecieran un buen servicio mínimo a nuestros participantes para valores extranjeros ("core services"), mientras que otra visión en la misma mesa, centraba su interés exclusivamente en diseñar un CSSI con servicios de alto valor añadido que ganara cuota de mercado a los custodios universales, con un fuerte enfoque hacia la maximización de la rentabilidad de la inversión.

Por este motivo, debemos insistir en nuestro escepticismo por el Informe Giovannini, puesto que, si bien está adecuadamente centrado sobre las barreras existentes, aún cuando nos parece un calendario un tanto irreal, el principal problema continúa siendo la definición de qué modelo se desea para este sector: quiénes pueden ofrecer qué servicios y bajo qué régimen económico. Hasta que no se aclare - y esperamos que en el sentido de que se ponga a disposición de todos los actores en este negocio un terreno competitivo equitativo ("level playing field") - no será posible clarificar la situación confusa actual.

Sin duda, la configuración que se acuerde tendrá implicaciones en el Reglamento que IBERCLEAR tiene que desarrollar, en el cual tendrá que definir sus propias características de CSD, los servicios que podrá ofrecer y bajo qué régimen económico podrá ofrecerlos. □

> is norteamericano a mediados de los años setenta.

Otro enfoque aboga por la apertura de este sector a las fuerzas de la competencia, puesto que este sector en su infraestructura central, los CSDs, era hasta ahora cuasimonopolista a nivel nacional.

Un enfoque adecuado de la cuestión debería tener en cuenta la situación originaria del sector y la realidad actual del mismo. Como hemos visto, la aparición de uno o varios CSDs en cada país ha sido un fenómeno relativamente reciente. La creación de los mismos casi siempre se ha efectuado sobre las mismas bases: el establecimiento de una infraestructura de mercado, propiedad de sus usuarios en unos casos o de los bancos centrales en otros..., y en ambos con un marcado perfil de semiservicio público, con una regulación y supervisión muy estricta, con la prohibición expresa de asunción de riesgos ajenos a los

vices"), ofrecidos en un entorno altamente competitivo. Entre esta amalgama de distintos actores privados se incluyen los ICSDs, los custodios locales, los custodios regionales y los custodios universales. Es de esta forma como este sector ha funcionado y funciona en todos los países del mundo, incluido los Estados Unidos.

Pero además, la actual situación de diferentes CSDs en cada país europeo es aparte de una realidad consecuencia de esta situación originaria, la resultante de que todavía no es posible la unificación de todos los sistemas europeos. Es lo que hemos venido a denominar unas líneas antes, la realidad actual del sector. La post-contratación tiene cuatro componentes básicos. El principal, del cual se derivan consecuencias para los otros tres, es la importancia del componente legal implícito en las funciones de los CSDs nacionales, en especial su función registral ("notary func-

and customs specific in each country. Por último, tenemos el tecnológico, componente también afectado, aunque en menor medida, por todos los anteriores, según el cual, se establecen una serie de estándares nacionales y unos procedimientos técnicos que permiten el funcionamiento de los sistemas de liquidación de valores.

EL INFORME GIOVANNINI

La realidad actual de nuestro sector es que los cuatro componentes anteriores son extremadamente diferentes en cada país europeo. Estas marcadas diferencias se han puesto de manifiesto en el denominado "Segundo Informe Giovanni"⁽²⁾, recientemente emitido. El informe citado ha identificado 15 diferentes barreras que impiden la integración del sector central de la post-contratación europea. Las 15 barreras se han englobado en tres grandes áreas: barreras regulatorias y de prácticas de mercado, barreras fiscales y barreras legales.

Como ya hemos apuntado, el Informe establece que la eliminación de algunas barreras es responsabilidad exclusiva de los participantes en el sector, mientras que otras son claramente competencia de los sectores públicos.

En el momento de redacción de estas líneas, el Informe estaba pendiente de aprobación por los Ministros de Economía y Finanzas de la Unión Europea. En todo caso, debemos precisar que el Informe establece un exigente calendario de eliminación de las 15 barreras, de tal forma que comenzando en junio de este año, en tres años, es decir en junio de 2006, todas estén eliminadas. Esta cuestión es quizá la que más escepticismo ha recibido, por cuanto parece un ejercicio muy voluntarista pretender eliminar aspectos diferenciales que llevan años de debate en la Unión Europea y siguen sin armonizarse.

Es, en definitiva, una ingente tarea la que tiene el sector por delante, con diferencias muy marcadas entre los distintos países. Partiendo de los aspectos jurídicos más elementales como el derecho de propiedad y su transmisión encontramos diferencias abismales, con países que han desmaterializado totalmente los valores y

El Segundo Informe Giovanni ha identificado 15 diferentes barreras que impiden la integración del sector central de la post-contratación europea. El Informe establece un calendario de eliminación en tres años, es decir en junio de 2006. Esta cuestión es quizá la que más escepticismo ha levantado, por cuanto parece un ejercicio muy voluntarista pretender eliminar aspectos diferenciales que llevan años de debate en la Unión Europea y siguen sin armonizarse.

estrictamente necesarios para la liquidación y con unos precios administrativos marcados por las autoridades con el único objetivo de cubrir costes. Asimismo, los servicios ofrecidos por los CSDs consisten en los básicos o mínimos imprescindibles para facilitar al sector privado la compensación, liquidación y registro de sus operaciones con valores.

Sobre dichos servicios mínimos ofrecidos por la infraestructura central, el resto de los intervinientes en este sector, los agentes privados, han construido, como ya se ha explicado antes, una eficiente red de servicios que posibilitan una liquidación y registro que ofrecen, además de unos servicios mínimos o básicos ("core-services"), prestaciones de alto valor añadido, con un marcado perfil bancario ("value added ser-

tions" según terminología del Banco Central Europeo). Estamos hablando de que de dicho registro emanan derechos tan fundamentales como los de propiedad de los inversores, la transmisión de dichos derechos, los derechos de voto en algunos casos, la posibilidad de establecer garantías prendarias en otros, la obtención de dividendos e intereses por las inversiones, por poner algunos ejemplos. Cuestiones de primer orden en las legislaciones nacionales y reguladas de forma muy diferente en cada una de ellas.

Junto a este aspecto, tenemos los aspectos fiscales asociados a las inversiones. Un tercer componente es el regulatorio, las prácticas de cada mercado, muy influidas por los dos primeros, pero que también son consecuencia de muchos años de usos

(2) "Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements", The Giovanni Group, Brussels, April 2003



Existe un informe enviado al Parlamento Europeo, el "Informe Andria" que solicita una estricta separación, incluso a nivel propietario, de las funciones que hemos venido denominando básicas ("core services") hasta ahora exclusivamente ofrecidas por los CSDs, de aquellos servicios de valor añadido, ofrecidos en competencia y responsabilidad del sector privado (custodios e ICSDs)

ha reaccionado mediante un duro comunicado⁽³⁾. En opinión de "Fair & Clear", mediante las adquisiciones de CSDs, un ICSD está asumiendo funciones de monopolista y de servicio público, cuando por su naturaleza y servicios ofrecidos, un ICSD no es muy diferente de un custodio universal. En consecuencia, ven el peligro de que la necesaria (y feroz) competencia en servicios de valor añadido, se vea desvirtuada a favor de este ICSD, mediante la utilización en beneficio propio de los ingresos y servicios mínimos básicos ofrecidos por los CSDs de su grupo y que, según Fair & Clear, deberían seguir siendo neutrales para todos los competidores del sector privado. El debate está resultando suficientemente agrio como para que desde estas líneas echemos más leña al fuego. La cuestión está en las más altas instancias de la Unión Europea. Existe un informe enviado al Parlamento Europeo, el "Informe Andria"⁽⁴⁾, que parece sustentar muchas de las visiones de Fair & Clear, por cuanto se solicita una estricta separación, incluso a nivel propietario, de las funciones que hemos venido denominando básicas ("core services") hasta ahora exclusivamente ofrecidas por los CSDs, de aquellos servicios de valor añadido, ofrecidos en competencia y responsabilidad del sector privado (custodios e ICSDs). En todo caso, hay mucho en juego... y el resultado final está aún por ver. □

otros donde aún se conserva un certificado o título físico, además de la anotación contable. Unas legislaciones entienden el derecho de propiedad como un derecho de propiedad directo sobre los valores, otros como un derecho de co-propiedad sobre un "pool" de valores, unos con reconocimiento de la titularidad fiduciaria de los valores, otros no, etc... Sería muy prolijo detallar todas y cada una de las diferencias, para lo cual se recomienda la lectura del Segundo Informe Giovannini.

EL DEBATE ACTUAL SOBRE EL MODELO FINAL DE INFRAESTRUCTURA

La tarea de homogenización se complica, además, por los diferentes intereses que están marcando el debate sobre el modelo final que se pretende conseguir, cuestión

fundamental desde nuestro punto de vista. Como ya se ha comentado, existe un generalizado entendimiento de que es preciso la disminución del número de sistemas de liquidación de valores existentes en la Unión Europea. El debate está actualmente en cuántos es el número ideal y quién o quienes serán "los elegidos", cuestión no baladí.

La polémica más reciente en el sector se encuentra entre Euroclear, que como ya hemos comentado ha alcanzado mediante adquisiciones de CSDs una posición muy aventajada sobre otros posibles competidores, y los custodios universales.

A la pretensión de Euroclear de constituirse en el centro de la consolidación europea de la infraestructura de la post-contratación, un grupo de custodios universales y locales, denominado "Fair & Clear",

(3) "Fair & Clear", comunicado de prensa de 25 de febrero de 2003

(4) "Report on the communication from the Commission to the Council and the European Parliament entitled 'Clearing and settlement in the European Union. Main policy issues and future challenges'", Generoso Andria, 4 de diciembre de 2003.