

Ana M.<sup>a</sup> Calvache Martínez\*

# LA INTEGRACIÓN DE LAS CENTRALES DEPOSITARIAS DE VALORES EN LA UNIÓN EUROPEA: UN DESAFÍO URGENTE

*Las Centrales Depositarias de Valores (CDV) representan unas infraestructuras clave para el buen funcionamiento de los mercados financieros. En la Unión Europea, este sector se encuentra excesivamente fragmentado, lo que encarece la operativa transfronteriza con valores y obstaculiza la creación de un mercado único de capitales. A pesar de los esfuerzos del mercado por favorecer la integración del sector, los resultados, hasta el momento, han sido lentos y poco significativos. Conscientes de las perjudiciales consecuencias que de ello se derivan para las economías de la Unión Europea, la Comisión Europea y el Sistema Europeo de Bancos Centrales han decidido tomar medidas al respecto. En este artículo se identifican los factores que en la actualidad frenan el proceso de integración de las CDV en Europa y se analizan las recientes iniciativas de las autoridades europeas en este campo.*

**Palabras clave:** mercados financieros, liquidación de valores, integración de los mercados, Bancos Centrales, Unión Europea.

**Clasificación JEL:** E58, G15, G18.

## 1. Introducción

La compraventa de un instrumento financiero es un proceso que se desarrolla en distintas fases. La primera, y generalmente más conocida, es la fase de «cotización-contratación», donde los oferentes y demandantes llegan a un acuerdo sobre los términos de la operación (valor, precio, plazo de la operación, etcétera) y donde juegan un papel

muy importante las conocidas Bolsas de Valores y demás plataformas de negociación. Tras la negociación, nos encontramos con una fase, que no por menos conocida, precede a la primera en importancia. Se trata de la fase de «postnegociación», a la que también, y de forma poco precisa, se la denomina la «fase de compensación-liquidación». Esta fase comprende todas las actividades necesarias para completar con éxito una operación con valores ya negociada, y en ella destaca el papel desempeñado por las Centrales Depositarias de Valores (CDV).

Las CDV, consideradas durante años como unas infraestructuras de importancia marginal, asociadas úni-

---

\* Doctora en Economía por la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la UNED.

camente al funcionamiento técnico de los mercados, y eclipsadas por el atractivo que en general ha rodeado instituciones y actividades implicadas en la fase de cotización-contratación, han conseguido remontar su antigua consideración y ocupar un puesto destacado en el panorama financiero. Hace tan sólo cinco años, el «primer informe Giovannini» (Grupo Giovannini, 2001)<sup>1</sup> marcaba el punto de inflexión en el reconocimiento de su importancia: *«Aunque los procesos de compensación y liquidación están entre los rasgos menos familiares de cualquier sistema financiero, éstos son esenciales para el funcionamiento eficiente y seguro de los mercados de valores»*. El informe calificaba a estos sistemas como *«el pilar más básico de la infraestructura que sostiene los mercados financieros»* e identificaba las ineficiencias en la compensación y la liquidación en Europa como la primera y más importante barrera para lograr unos mercados financieros integrados.

Efectivamente, desde 2001, el interés por la integración de las CDV ha ido en aumento al revelarse como infraestructuras clave para la construcción de un mercado único de valores. En este artículo se analiza la situación en la que se encuentra el proceso de integración de las CDV en la Unión Europea y se comentan las recientes iniciativas acometidas por la Comisión Europea y por el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

## 2. Evolución de las CDV

El origen de las CDV en los países más desarrollados de Europa se remonta a los años ochenta y noventa como consecuencia del auge de una nueva forma de representación para los valores: la anotación en cuenta<sup>2</sup>. Se planteaba por entonces la necesidad de contar con al-

gún tipo de sistema informático donde contabilizar de forma centralizada la tenencia y transferencia de los valores así representados. Con esta finalidad surgen las Centrales Depositarias de Valores (CDV), instituciones que además de la llevanza centralizada del registro contable, y de la custodia y liquidación de valores, se encargan hoy de la prestación a emisores e inversores de una amplia gama de servicios de postnegociación: el case, la compensación, el neteo, el servicio de activos y la gestión del colateral. La gama de servicios prestados puede variar de una a otra CDV y también los procedimientos técnicos y el marco legal bajo el cual son ejecutados. La falta de homogeneidad en la prestación de dichos servicios añade complejidad a la hora de comparar los costes y de valorar la eficiencia de las distintas CDV europeas.

Por otro lado, las CDV son unas instituciones relativamente jóvenes, creadas en buena parte entre los años ochenta y noventa. Por ejemplo, en España, el Sistema de Anotaciones en Cuenta para la Deuda del Estado (SACDE) se creó en 1987 y el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) en julio de 1992. En Finlandia, la CDV finlandesa (APK) se creó en mayo de 1992. En Bélgica, el sistema de liquidación de valores belga (NBB) se creó en 1991. En Grecia, la CDV llamada CSD ASE's S.A. fue establecida en febrero de 1991. La CDV Saturne en Francia (hoy desaparecida) fue creada en 1988<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> El Grupo Giovanni fue formado en 1996 para aconsejar a la Comisión sobre cuestiones relativas a la integración financiera en la UE y a la eficiencia de los mercados financieros nominados en euros. En concreto, en este informe el Grupo examina los acuerdos de compensación y liquidación en el contexto de construir un mercado interno para los servicios financieros.

---

<sup>2</sup> Los valores pueden procesarse en forma de anotaciones en cuenta, bien porque se tratan de valores físicos inmovilizados o porque pertenecen a una emisión desmaterializada en origen.

<sup>3</sup> Por su parte, en la mayoría de los países que se incorporaron a la UE en mayo de 2004, las infraestructuras de compensación y liquidación de valores se desarrollaron mayoritariamente en el curso de los últimos diez años, lo que muestra un cierto retraso con respecto a los Estados miembros de la UE-15. Esto fue debido en parte a que la falta de recursos y el reducido volumen de operaciones que se cerraban en sus mercados, hacía poner en tela de juicio la posibilidad de recuperar las inversiones iniciales necesarias para crear tales infraestructuras. Este retraso, sin embargo, les ha permitido aprovechar las experiencias y el asesoramiento de los otros países europeos más desarrollados, y adecuar sus infraestructuras desde un principio a los criterios hoy reconocidos a escala internacional.

El incremento más significativo de CDV en el mundo se produjo en los años 90<sup>4</sup>, al amparo de lo establecido en una de las recomendaciones del Grupo de los Treinta (*Group of Thirt, 1989*). En ella se indicaba la necesidad de crear al menos una CDV en cada país. Así, de las 13 CDV existentes en el mundo en 1980, se pasaron a 28 en 1990 y a nada menos que 102 en 1999. Su desarrollo en Europa fue paralelo al ocurrido en el resto del mundo, y así, en 1999, en los 12 países de la zona euro llegamos a contar con nada menos que 23 CDV nacionales.

Mientras que en muchos países se creó una sola CDV, que llevaba a cabo la actividad de postnegociación de todo tipo de valor (renta variable y renta fija pública y privada), en otros se crearon varias CDV, encargada cada una de ellas de atender a un segmento concreto del mercado. En este último caso, la tendencia más habitual fue la creación de dos CDV por país. Una dedicada a la renta variable y a la renta fija privada, y otra para la deuda pública (generalmente localizada en el Banco Central). Un caso extremo fue el de España, que ya a primeros de los noventa contaba con nada menos que seis CDV: El SCLV (para los valores negociados en la Bolsa de Madrid o en el mercado continuo), Espaclear (para valores de renta fija privada negociados en AIAF), el SCLV-Barcelona, el SCLV-Bilbao, el SCLV-Valencia (para valores negociados en sus respectivas Bolsas de Valores autonómicas) y el Banco de España, como gestor de la Central de anotaciones del mercado de deuda pública (para valores públicos). Desde abril de 2003 y tras un importante proceso de integración se cuenta en España con un Depositario Único

para la liquidación de los valores de renta fija pública y privada y renta variable negociados en el ámbito nacional, denominado Iberclear. No obstante, siguen existiendo tres CDV autonómicas para liquidar las operaciones negociadas en cada una de las Bolsas de Valores de Bilbao, Barcelona y Valencia, cuyo nivel de actividad es en realidad poco significativo.

En la actualidad, el número de CDV operativas varía de un Estado miembro a otro. El número generalmente oscila de uno a cuatro dependiendo de la complejidad, tamaño y características de cada mercado<sup>5</sup>.

En Europa se puede observar que algunas de las CDV de los distintos Estados miembros pertenecen al mismo grupo. Éste es el caso de las CDV finlandesa y sueca que pertenecen al grupo Nordic Central Securities Depository y también es el caso de las CDV holandesa, inglesa, belga, francesa que pertenecen a Euroclear Group.

Las CDV de la UE tienen un importante volumen de operaciones, y así se puede observar que en 2003, liquidaron valores denominados en euros por un importe que superó los 300 billones de euros, lo que equivale a 30 veces el PIB de la UE.

### 3. Naturaleza jurídica y estructura de propiedad

Al estudiar el sector de las CDV en la UE, se puede apreciar que la naturaleza jurídica de éstas no es la misma en todos los Estados miembros. Este hecho dificulta la regulación armonizada del sector.

Así, en la UE, podemos encontrar CDV constituidas con forma societaria, ya sea con naturaleza jurídica de entidades comerciales (con o sin ánimo de lucro), o

<sup>4</sup> El G-30 emitió en 1989 nueve recomendaciones referentes a la compensación y liquidación de valores entre las cuales la tercera se refiere a que «cada país debería contar con un efectivo depósito centralizado de valores para 1992. Altamente desarrollado, organizado y administrado de manera que se fomentara la más amplia participación posible del sector. El depositario debe ser capaz de compensar y liquidar operaciones, organizar la custodia, brindar información sobre emisores y procesar el pago de intereses y derechos sobre los valores depositados».

<sup>5</sup> A su vez, hay que señalar que algunas CDV pueden operar distintos Sistemas de Liquidación de Valores (SLV). Este es el caso, por ejemplo, de la CDV finlandesa (APK) que en la actualidad cuenta con dos SLV: Hexclear para los valores de renta variable y RM para los valores de renta fija pública y privada. Otro ejemplo, se encuentra en España donde la CDV Iberclear opera dos SLV: Iberclear-SCLV para la renta variable e Iberclear-CADE, para los valores de renta fija pública y privada.

**CUADRO 1**  
**NÚMERO DE CDV**  
**EN LOS PAÍSES DE LA UE**

País	Nombre de la CDV	N.º de CDV en cada país
Austria	OeKB	1
Alemania	Clearstream Banking Frankfurt	1
Bélgica	Euroclear Bank Euroclear Belgium NBB	3
Chipre	CDCR	1
Dinamarca	VP	1
España	Iberclear SLV Bilbao SLV Valencia SLV Barcelona	4
Estonia	ECSD	1
Eslovaquia	NBS-CR SC BSSE	3
Eslovenia	KDD FEBSS	2
Finlandia	APK	1
Francia	Euroclear France	1
Grecia	BOGs CSD S.A.	2
Holanda	Euroclear Nederland	1
Hungría	Keler	1
Inglaterra	Crest Co	1
Italia	Monte Titoli	1
Letonia	VNS LCD-DENOS	2
Lituania	CSDL	1
Luxemburgo	Clearstream Banking Luxemburgo	1
Malta	CSD	1
Polonia	KDPW CRBS-SKARBNET	2
Portugal	INTERBOLSA SITEME	2
República Checa	UNIVYC RM system SKD	3
Suecia	VPC	1

FUENTE: Elaboración propia a partir de datos del *Libro Azul* del BCE.

con naturaleza de bancos privados<sup>6</sup>. O incluso, CDV sin personalidad jurídica propia las cuales, o bien se encuentran establecidas dentro del entorno de un Banco Central, o bien representan tan sólo un Departamento o una División de la Bolsa de Valores nacional.

Algunos ejemplos de CDV de la UE con naturaleza jurídica de entidades comerciales son: VPC en Suecia, Euroclear France en Francia, Monte Titoli en Italia, Iberclear en España y Crest en Inglaterra.

Ejemplos de CDV con naturaleza jurídica de bancos son: OeKb en Austria, Clearstream Banking Frankfurt en Alemania y Clearstream Banking Luxemburgo en Luxemburgo entre otras.

Ejemplos de CDV integradas en y que son operadas por un Banco Central: NBB en Bélgica, SITEME en Portugal, BOGs en Grecia, SKD en la República Checa, FEBSS en Eslovenia, NBS-CR en Eslovaquia, CRBS-SKARBNET en Polonia, y VNS en Letonia. Así ocurría en España hace algunos años, cuando la CDV para la deuda pública (la Central de Anotaciones hoy Iberclear) estaba integrada y operada por el Banco de España.

Ejemplos de CDV que se constituyen como un Departamento o una División de una Bolsa de valores nacional son: CSD en Malta, CDCR en Chipre, BSSE en Eslovaquia y BSE-SSS en Rumanía.

Finalmente, hay que señalar que incluso en los Estados miembros donde operan varias CDV, puede ocurrir que cada una de ellas tenga distinta naturaleza jurídica. Por ejemplo, en Portugal, existen dos CDV (Interbolsa y SITEME) y mientras la primera es una entidad comercial, la segunda está integrada y es operada por el Banco Central. Lo mismo ocurre en otros países como Grecia, Eslovaquia y ocurría en España hasta el año 2003.

<sup>6</sup> El que algunas CDV tengan naturaleza jurídica de bancos no implica necesariamente que dispongan de una plena capacidad para realizar actividades bancarias.

Al analizar la estructura de la propiedad de las CDV se observan también grandes diferencias entre ellas. En algunos Estados miembros de la UE, las CDV son propiedad de sus usuarios, (como es el caso de las CDV VP en Dinamarca, OeKB en Austria y Euroclear Bank en Bélgica). En otros casos, los Bancos Centrales Nacionales (BCN) son los propietarios (que además operan la CDV) o participan parcialmente en su propiedad. Algunos ejemplos de países donde el Banco Central participa total o parcialmente en el capital de la CDV son: República Checa (donde el BCN participa en la CDV SKD), Dinamarca (VP), Grecia (BOGS), Hungría (KELER), Letonia (VNS), Lituania (CSDL), Polonia (KDPW), Polonia (CRBS-SKARBNET), Eslovaquia (NBS-CR), Portugal (SITEME), Eslovenia (FEBSS), Bulgaria (BNBG-SSS), Bulgaria (CDAD), Rumanía (GSSS) y Bélgica (NBB)<sup>7</sup>.

En otros Estados miembros las CDV son propiedad de las Bolsas de Valores o pertenecen al mismo Grupo que las Bolsas (éste es el caso de Monte Titoli en Italia, de Iberclear en España que pertenece al Holding de Mercados Financieros Españoles S.A., de ECSD en Estonia, de Interbolsa en Portugal, de LCD-Denos en Letonia o de Clearstream Banking Frankfurt en Alemania). También se pueden encontrar ejemplos de CDV en las que sus propietarios son otros organismos públicos como el Tesoro, el Ministerio de Finanzas, el Estado, etcétera. Como ejemplo se puede destacar el caso de Eslovaquia, donde la CDV SC es propiedad 100 por 100 del Estado.

Finalmente, señalar que es habitual que los propietarios de las CDV sean conjuntamente varios de los anteriormente indicados. Por ejemplo:

— En Polonia, la CDV KDPW es propiedad a partes iguales del Tesoro, del Banco Central y de la Bolsa.

— En Lituania, CSDL es propiedad del Ministerio de Finanzas, del Banco Central que es el mayor accionista y de la Bolsa de Lituania,

— En Hungría, Keler es propiedad del Banco Central en un 50 por 100 y de dos bolsas de valores el otro 50 por 100.

— En España, por ejemplo, si bien Iberclear pertenece al Holding de Mercados de Valores Españoles, S.A., el Banco Central participa de forma indirecta en esta CDV a través de su participación en el Holding.

En países donde coexisten varias CDV, es habitual que cada una de ellas tenga una estructura de la propiedad diferente. Así, por ejemplo, en Eslovaquia donde coexisten tres CDV: una de ellas pertenece a la Bolsa (BSSE), otra pertenece al Estado (SC) y la última está establecida en el Banco Central (NBS-CR).

Por otro lado, hay que señalar, que el papel de los Bancos Centrales en relación con los SLV, no es únicamente el de propietarios y operadores de tales sistemas, pues muchos Bancos Centrales actúan también como vigilantes e incluso como agentes liquidadores de efectivo a través de sus sistemas de pago. La liquidación de toda operación de compraventa de valores tiene dos patas. La pata de valores (*securities leg*), y la de efectivo que se entrega como contraprestación (*cash leg*). Mientras la pata de valores se liquida sobre las cuentas de valores del comprador y el vendedor en el depositario, la liquidación de la pata de efectivo de la operación se liquida sobre las cuentas de efectivo de ambas partes en una institución conocida como agente liquidador de efectivo (*Cash Settlement Agent*). Este es habitualmente un Banco Central Nacional, aunque también puede ser un banco comercial. En el primer caso el activo de liquidación es el dinero del banco central (*central bank money*) y en el segundo caso, es el dinero de un banco comercial (*commercial bank Money*). Atendiendo a cuestiones de seguridad y para cumplir las recomendaciones internacionales del Comité de Sistemas de Pago y Liquidación y de la Organización Internacional de Comi-

<sup>7</sup> En España, en 2003 el Banco de España poseía el 40 por 100 de las acciones de Iberclear. En la actualidad, el Banco de España participa en el Holding Mercados de Valores Españoles y no directamente en Iberclear. Por tanto, el BE dispone de una participación indirecta en la propiedad de la CDV.

siones de Valores (CSPL-OICV)<sup>8</sup> hoy la mayoría de las CDV en Europa liquidan la pata de efectivo de sus operaciones en dinero del Banco Central. Tan sólo algunas CDV de la UE (como OeKB en Austria, ASE's CSD en Grecia o Crest en Inglaterra) y las dos CDVIs (Euroclear Bank y Clearstream Luxemburgo) ofrecen la posibilidad de liquidar sobre dinero de banco comercial.

Finalmente, señalar que cuando la liquidación de la pata de valores y efectivo se realiza sobre la misma plataforma técnica se trata de un modelo integrado (como el que existe en Francia, o en aquellas CDV operadas por los Bancos Centrales), y cuando la liquidación de los valores y del efectivo se realiza en dos plataformas separadas que se interrelacionan se trata de un modelo interconectado (como ocurre en países como España<sup>9</sup>, Grecia, Italia, Holanda y Portugal). En la UE, cada vez más los participantes del mercado vienen requiriendo modelos integrados frente a los interconectados por considerarlos más eficientes.

#### 4. Las CDV y la liquidación transfronteriza de valores

En los años ochenta y noventa en la UE el nivel de negociación transfronteriza con valores era bastante escaso, lo que explica que en un principio las CDV se diseñaran para atender casi exclusivamente las necesidades de sus respectivos mercados nacionales y de unos inversores con carteras compuestas mayoritariamente por valores domésticos. Tradicionalmente, las CDV han disfrutado en sus respectivos mercados de cierta posición monopolística amparada, por un lado, por las características del propio sector (como elevados costes de

establecimiento y costes fijos) y a veces por las prácticas del mercado y/o por la propia legislación nacional.

Esta rápida proliferación de CDV en los distintos Estados miembros con distintos rasgos y características nacionales, sometidas a distintas regulaciones y con escasa interrelación entre ellas desembocó en un problema aún vigente: «*la fragmentación de la industria de post-negociación*».

Con el aumento exponencial de negociación transfronteriza desde finales de los noventa, la fragmentación de la industria se manifestó en la incapacidad de las CDV para atender a los inversores dispuestos a operar internacionalmente. Estos inversores se vieron obligados a recurrir a los servicios prestados por otros intermediarios e instituciones: los custodios (globales y locales) y las Centrales Depositarias de Valores Internacionales (CDVI). Uno de los rasgos más específicos de la liquidación de valores en la UE es la presencia de dos CDVI: Euroclear Bank y Clearstream Banking Luxemburgo. Se trata de unas empresas comerciales que surgieron en los años 60 con el fin de actuar como Centrales Depositarias de unos instrumentos de deuda negociados internacionalmente que no estaban registrados en ninguna CDV nacional: los Eurobonos. Con el tiempo, estas CDVI comenzaron a expandir sus actividades y a proveer servicios relacionados con otros valores distintos de los Eurobonos. Hoy se puede definir a una CDVI como un sistema de liquidación de valores que compensa y liquida, tanto operaciones con valores internacionales, como operaciones transfronterizas con valores domésticos, registrados en distintas CDV nacionales. Para acceder a una CDV nacional, donde en última instancia se liquidan los valores de ese país, una CDVI o bien llega a ser un participante directo en ella (enlace directo) o bien accede a través de algún participante directo (enlace indirecto) que actúa como un custodio local.

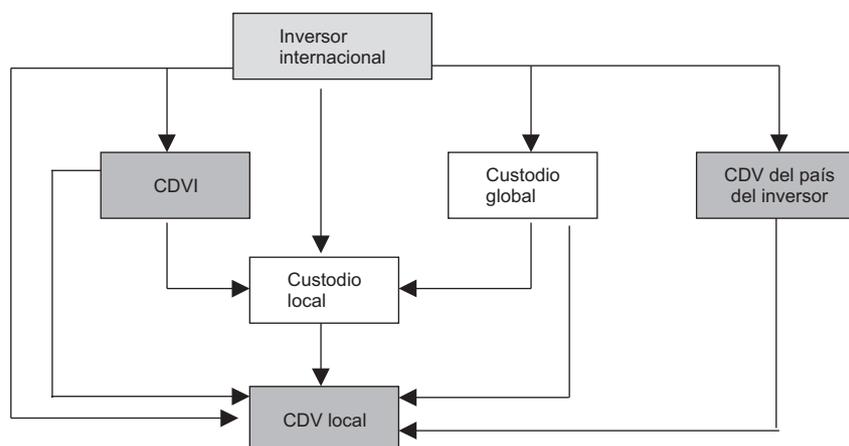
Un custodio local es una institución financiera (generalmente un banco) que es miembro directo de una CDV nacional y que proporciona a sus clientes no residentes acceso a dicha CDV nacional, además de servicios de

<sup>8</sup> Recomendación 10 del Comité de Sistema de Pagos y Liquidación de Valores (CPLV) y de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV).

<sup>9</sup> En España, en la actualidad Iberclear responde a un modelo interconectado, ya que las cuentas de valores están en Iberclear y las de efectivo en el Banco Central.

## ESQUEMA 1

## PARTICIPANTES EN LA LIQUIDACIÓN TRANSFRONTERIZA



FUENTE: Informe Giovannini 2001.

custodia y liquidación. La capacidad de un custodio para, por un lado, facilitar la comunicación entre los inversores extranjeros y la CDV nacional y, por otro, para ofrecer su experiencia en el mercado local, han facilitado el intercambio transfronterizo de valores y han sido causantes del auge experimentado por estos agentes en aquellos años. Un custodio global es un custodio que ha extendido su gama de servicios para cubrir varios mercados. Estos intermediarios proporcionan a los inversores internacionales un único punto de acceso a las CDV nacionales de varios países actuando a través una red de subcustodios, que pueden ser o bien sucursales del propio custodio global en distintos países o bien los custodios locales establecidos en los mismos. Hoy los mayores custodios globales son capaces de acceder a más de 100 mercados y son capaces de proveer servicios cada vez más sofisticados.

No sólo las CDVI y los custodios ofrecieron medios para superar el problema de la fragmentación, sino que

las propias CDV comenzaron a establecer enlaces bilaterales entre ellas e incluso a permitir el acceso remoto a sus sistemas.

Por lo expuesto, en la UE una de las diferencias más importantes entre la liquidación de una operación doméstica y transfronteriza está en el número de intermediarios al que es necesario recurrir. Con un mayor número de intermediarios en la liquidación transfronteriza el proceso de postnegociación se complica, se alarga y como es lógico se encarece.

Todos estos canales, hoy disponibles para la liquidación de una operación transfronteriza, configuran un modelo conocido con el nombre de Modelo de Múltiples Accesos (Esquema 1). Si bien éste lleva funcionando algunos años en Europa, ha demostrado ser demasiado complejo, ineficiente e inseguro para crear un mercado financiero único. El modelo de múltiples accesos es el punto de partida al que se enfrenta la UE en su proceso integrador.

## CUADRO 2

### BARRERAS A LA LIQUIDACIÓN TRANSFRONTERIZA CON VALORES

#### A. Barreras relacionadas con los requisitos técnicos y prácticas de mercado

- Barrera 1: Diferencias nacionales en la tecnología de la información y en las interfaces de acceso.  
Barrera 2: Restricciones nacionales sobre la localización de la compensación y liquidación que obliga a los inversores al uso de múltiples sistemas.  
Barrera 3: Diferencias en las reglas y normas nacionales relativas a las acciones corporativas, beneficios de la propiedad y custodia.  
Barrera 4: Ausencia de firmeza en la liquidación intradía.  
Barrera 5: Impedimentos prácticos al acceso remoto a los sistemas de compensación y liquidación nacionales.  
Barrera 6: Diferencias nacionales en los períodos de liquidación.  
Barrera 7: Diferencias nacionales en las horas operativas y plazo de liquidación.  
Barrera 8: Diferencias nacionales en la práctica de emisión de valores.  
Barrera 9: Restricciones nacionales sobre la localización de los valores.  
Barrera 10: Restricciones nacionales sobre la actividad de los principales *dealers* y operadores del mercado.

#### B. Barreras relativas a la fiscalidad

- Barrera 11: Regulaciones sobre retenciones de impuestos domésticos que suponen una desventaja para los intermediarios financieros extranjeros.  
Barrera 12: Impuestos sobre transacciones recogidos a través de un SLV local.

#### C. Barreras relacionadas con la certeza legal

- Barrera 13: La ausencia de un marco paneuropeo para el tratamiento de los intereses de los valores.  
Barrera 14: Diferencias nacionales en el tratamiento legal del neteo bilateral de las operaciones financieras.  
Barrera 15: Inadecuada aplicación de conflicto entre leyes nacionales.

FUENTE: *Informe Giovannini*.

## 5. Soluciones a la fragmentación de la industria

Se ha demostrado que la fragmentación complica el proceso de postnegociación y supone un coste adicional para las operaciones transfronterizas con valores respecto a las domésticas. Numerosos estudios han intentado cuantificar estas ineficiencias<sup>10</sup>. En concreto, en un estudio realizado por la Bolsa de Londres junto con los consultores económicos OXERA se llegó a la conclusión de que un inversor en Europa paga unas seis veces más por transacción que un inversor en Estados

Unidos. La consecuencia inmediata es que los mercados europeos no resultan competitivos frente a otros mercados extranjeros. Superar el problema de la fragmentación en la UE requiere que se realicen esfuerzos paralelos en dos direcciones:

1. Eliminación de las Barreras Giovannini: Efectivamente, es necesario por un lado, eliminar las barreras identificadas en el Informe Giovannini (Giovannini, 2001) para una liquidación transfronteriza eficiente en la UE. Este informe identificó 15 barreras, clasificándolas en tres grandes áreas: los obstáculos técnicos o ligados a las prácticas de mercado, los obstáculos fiscales y los obstáculos jurídicos<sup>11</sup> (Cuadro 2).

<sup>10</sup> El primer informe Giovannini también realizó un estudio sobre los costes. Este informe reconoce que: «el coste diferencial entre las CDVI y las CDV nacionales refleja la existencia de barreras a una compensación y liquidación eficientes en una infraestructura europea fragmentada».

<sup>11</sup> Según el Grupo Giovannini, «las ineficiencias creadas por estas barreras se refleja en los mayores costes que los inversores

2. Armonización de las regulaciones — establecimiento de un Modelo: En segundo lugar, es esencial avanzar simultáneamente en la regulación armonizada del sector y en el establecimiento de un modelo definitivo para las CDV de los Estados miembros.

En lo que se refiere al primer objetivo, en el año 2003, el segundo Informe Giovannini ya analizó la forma de eliminar tales barreras. Considerando que ciertas barreras son de mayor importancia relativa, y considerando además la existencia de ciertas interdependencias entre ellas, el informe estableció una secuencia óptima para su eliminación. También se identificaron las acciones específicas necesarias y los responsables de ejercerlas. En concreto, se reconocieron como responsables, según el caso, al sector privado, a los Gobiernos nacionales y a algunas entidades del sector público como el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CERV) y, en todo caso, expresó la necesidad de contar con un fuerte apoyo político. Finalmente, el informe estableció un calendario para la eliminación de tales barreras que, comenzando en junio de 2003 terminaba en junio de 2006. A fecha de hoy, este calendario ha demostrado ser demasiado optimista pues muchas de estas barreras aún no se han eliminado. ¿Por qué no se ha procedido más rápidamente? La Comisión Europea ha explicado recientemente (European Commission, 2006) que las razones que descansan tras estos lentos progresos son muchas y se encuentran en su mayoría relacionadas con la complejidad de las cuestiones tratadas y con el elevado número de actores involucrados. Los conflictos de intereses entre ellos provoca un continuo desacuerdo sobre cuál debe ser la solución final y sobre cómo conseguirla. Aunque se han realizado esfuerzos en la dirección adecuada, estos no han sido suficientes. Algunos opinan que la industria de valores y el sector público deberían establecer un nuevo calendario firme y realista para obtener resultados, otros opinan que si no se toman medidas más

contendientes, los plazos que se establecieran serían de nuevo incumplidos.

Respecto al segundo punto (armonización de la regulación-modelo), se observa que en la actualidad, el marco jurídico de las actividades posteriores a la negociación de valores no está plenamente armonizado en la UE. En este sentido, hay que destacar la reciente iniciativa de la Comisión Europea y los esfuerzos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y del Comité de Reguladores Europeos de Valores (CREV) por establecer un marco regulador.

1. *La iniciativa de la Comisión Europea:* Desde el año 2002, la Comisión Europea ha manifestado su interés por favorecer el establecimiento de un marco regulatorio armonizado para la UE y, para ello, se ha planteado la posibilidad de, o bien apoyar toda iniciativa dirigida por el mercado, o bien adoptar una actitud más intervencionista y emitir una Directiva para el sector. En marzo de 2006, y a la vista de los escasos progresos conseguidos por parte del sector privado, la autoridad Comunitaria, a través de los Comisarios Neelie Kroes y Charlie Mc Creavy, lanzó un ultimátum al mercado: Si éste no se comprometía a realizar unos cambios realistas y efectivos, la Comisión tomaría medidas antes de las vacaciones estivales.

Llegado el mes de julio de 2006, y cuando buena parte del sector confiaba en la emisión de la Directiva, la autoridad comunitaria anunció que, por el momento, no iba a regular el sector y que, por el contrario, iba a apoyar su autorregulación por medio de un instrumento emitido por el mercado: un Código de Conducta. Este código tendría como fin promover la competencia y la transparencia del sector. Tras meses de preparación, el código fue finalmente firmado el pasado 7 de noviembre de 2006 por las tres principales asociaciones de la industria (la Federación Europea de las Bolsas de Valores, la Asociación Europea de Entidades de Contrapartida Central y la Asociación de Centrales Depositarias Europeas)<sup>12</sup>. Si bien el Código se

paneuropeos tienen que soportar y esto es inconsistente con el objetivo de crear un sistema financiero verdaderamente integrado en la UE».

<sup>12</sup> Estas asociaciones son más conocidas por sus siglas en inglés: (FESE), Federation of European Securities Exchanges, (EACH)

aplicará inicialmente a las acciones, se prevé que posteriormente su alcance se extienda a otros instrumentos financieros como los bonos y los derivados.

Las medidas contenidas en el código cubren las siguientes áreas:

- La transparencia de precios y servicios.
- El acceso y la interoperabilidad.
- La disociación de servicios y la separación contable.

Cada uno de estos grupos de medidas debe ser puesto en práctica en un plazo determinado: así, la transparencia de precios debía ser implementada para finales de 2006, el acceso y la interoperabilidad para finales de junio de 2007, y la disociación y la separación contable para el 1 de enero de 2008. El cumplimiento de estos plazos vendrá asegurado mediante un mecanismo de control basado en auditores externos, los cuales informarán un nuevo Comité de control *ad hoc* presidido por la propia Comisión Europea. Si en los próximos meses los progresos no fueran satisfactorios, la Comisión se podrá plantear tomar otras medidas, entre las que se incluyen las acciones regulatorias.

2. *Iniciativa del SEBC-CREV*: En 2001, CSPL y OICV publicaron las «Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores»<sup>13</sup>, donde se establecen y analizan 19 recomendaciones que deben cumplir dichos sistemas con el fin de preservar su seguridad y solidez. Un año después de su publicación, el SEBC y el Comité de Reguladores Europeos de Valores (CREV) empezaron a trabajar conjuntamente para adaptar las Recomendaciones CSPL-OICV al contexto de la UE. El resultado de este trabajo fue un informe titulado «Standards for securities clearing and settlement in the European Union» y que fue aprobado por el Consejo de Gobierno del BCE y

el CREV en octubre de 2004. Se preveía que estos estándares entrarían en vigor una vez que se hubiera desarrollado una metodología de evaluación y que se hubiera realizado un análisis del impacto. Además, quedaban algunas cuestiones pendientes que se intentarían concretar a la vez que se elaboraba la metodología<sup>14</sup>.

Los estándares, desarrollados según un enfoque funcional basado en el riesgo, abordan de forma detallada los diferentes aspectos técnicos y legales de las actividades de liquidación de valores, con el fin último de reducir los riesgos (legal, de crédito, de liquidez, de custodia y operativo) derivados de estas actividades. Como ventaja, proporcionarán a las autoridades competentes (responsables de la vigilancia, reguladores y supervisores) una herramienta útil y armonizada para promover la seguridad y eficiencia de las actividades de compensación y liquidación en la UE.

A pesar de los esfuerzos del grupo por elaborar unos estándares a medida para Europa, la realidad es que en el seno del sector surgieron severas críticas respecto a los mismos. Se criticó tanto el alcance y contenido de algunos estándares<sup>15</sup>, como el proceso de elaboración de los mismos. Se criticó que el SEBC-CREV no había respetado escrupulosamente el esquema Lamfalussy ya que los estándares representarían una norma de nivel 3, o lo que es lo mismo como una norma de desarrollo de una norma de rango superior: una Directiva (norma de nivel 1) y que, por tanto, el Grupo SEBC-CREV debería haber esperado antes de emitir los estándares a que la Comisión Europea hubiese decidido si iba a emitir o no la anunciada Directiva. La emisión previa de los estándares conllevaba el peligro de que una vez emitida la Directiva ambas normas fueran incompatibles y que hubiera que reformar los primeros. Esta situación podría alimentar la desconfianza del mercado en la cla-

---

European Association of Central Counterparty Clearing Houses y (ECSDA) European Central Securities Depositories Association.

<sup>13</sup> Las Recomendaciones son uno de los 12 conjuntos de estándares considerados por el Foro para la Estabilidad Financiera (FEF) como fundamentales para la fiabilidad de los sistemas financieros, por lo que su aplicación debe ser prioritaria. Estos 12 conjuntos básicos de estándares son ampliamente aceptados como requisitos mínimos de buenas prácticas.

---

<sup>14</sup> Como la relación entre el marco de supervisión bancaria y los estándares sobre el riesgo de crédito, y la organización práctica de la cooperación entre las autoridades competentes (nacionales).

<sup>15</sup> Como el Estándar 9 (Control del riesgo de crédito y del riesgo de liquidez) y el Estándar 6 (Centrales depositarias de valores).

ridad y solidez de la regulación comunitaria. Las críticas del sector al trabajo realizado junto con el continuo desacuerdo entre algunos miembros del Grupo a la hora de aprobar ciertos estándares llevaron a que estos fueran temporalmente congelados en el año 2005. Si bien el anuncio del pasado mes de julio de la Comisión Europea de no regular el sector mediante una Directiva deja el camino libre al Grupo SEBC-CREV para que continúe con la emisión de los estándares, la falta de acuerdo aún existente entre los miembros del Grupo podría acabar impidiendo indefinidamente su entrada en vigor.

Como se ha comentado, los avances en la armonización de la regulación deben ser paralelos a los avances en el establecimiento de un modelo definitivo para la integración de las CDV en la UE. Pero ¿qué ocurre respecto al objetivo de establecer un modelo definitivo para la UE? ¿Quién o quiénes son los responsables de alcanzarlo: el sector privado, la Comisión Europea o el Sistema Europeo de Bancos Centrales?

Hasta hace algunos meses, y según reconocían la Comisión Europea y el SEBC, la responsabilidad ha recaído directamente en el sector privado.

Por un lado, la Comisión Europea en su Comunicación de 2004 manifestaba que, «siempre que se establezcan las salvaguardias oportunas en términos de marco normativo y de supervisión y de política de competencia, *su actuación debe ser neutral respecto a ciertas cuestiones estructurales, como el grado y la forma de la consolidación del sector (horizontal o vertical)*». Esto es, en principio, la autoridad comunitaria no desea proponer o imponer ningún modelo específico en el ámbito de la compensación y liquidación y confía en que dicha tarea sea llevada a cabo por las fuerzas del mercado<sup>16</sup>. Respecto a la fecha para conseguirlo, tampoco la autoridad comunitaria exigía nin-

gún plazo límite y, por tanto, mostraba su confianza en que el sector privado llegara a un acuerdo sobre el modelo, fijara los plazos, realizara las inversiones necesarias y fuera capaz de lograr una actuación coordinada.

Por su parte, el SEBC también había venido manifestando hasta hace unos meses su confianza en la capacidad del mercado para establecer un modelo para el sector. Así decía textualmente<sup>17</sup>: «*El proceso de consolidación o integración de la infraestructura de compensación y liquidación debe ser dirigido por el sector privado, a menos que existan claros signos de fallo de mercado*»<sup>18</sup>. No obstante, desde julio de 2006 el Eurosistema ha tomado una nueva posición y, aunque no ha reconocido abiertamente que exista un fallo de mercado, si está analizando la viabilidad de un proyecto sumamente intervencionista, conocido con el nombre de TARGET2-*Securities*, en el cual el Eurosistema desempeñaría un papel preponderante. Si este modelo llega a establecerse puede cambiar de forma importante la configuración y competitividad del sector. Por su trascendencia es analizado de forma detallada más adelante en este artículo.

## 6. Avances del sector privado en la determinación del modelo

En este apartado se analizan cuáles han sido los avances reales alcanzados por el sector privado y si éstos han estado a la altura de lo esperado.

En la UE, factores como la globalización de los mercados, la internacionalización de la actividad e intermediarios financieros, el avance de la tecnología y la introducción del euro han cambiado notablemente el entorno sobre el que las CDV han venido ejerciendo su actividad. Ante la situación de mayor competencia que se avecinaba por estos nuevos acontecimientos, algunos Estados miembros se plantearon la necesidad de racio-

<sup>16</sup> La Comisión ha reconocido y se expone literalmente: «*corresponde a las fuerzas del mercado conferir al sector de compensación y liquidación su estructura definitiva, pues son los mercados y no los reguladores los mejor posicionados para decidir sobre la estructura de la industria y sobre la combinación entre consolidación e integración que mejor responde a sus necesidades*».

<sup>17</sup> ECB (2004): *Communication on Clearing and Settlement. The Eurosystem's Response*, julio, páginas 4.

<sup>18</sup> BCE, *Communication on Clearing and Settlement. The Eurosystem's Response*, julio 2004, página 4.

nalizar sus infraestructuras de postnegociación, y la primera reacción fue la de fusionar las distintas CDV operativas en el país (consolidación horizontal doméstica), con el fin de aprovechar al máximo las economías de escala, alcance y las externalidades de red potenciales. Como resultado de las fusiones se esperaba disponer en cada Estado miembro de una CDV nacional con mayor tamaño y fuerza para competir. En muchos casos lo que ocurrió es que las CDV para los valores públicos, que se encontraban ubicadas en los Bancos Centrales Nacionales, se privatizaron y pasaron a fusionarse con las CDV privadas operantes en el país. Éste fue el caso por ejemplo de Francia, donde en 1998, la CDV localizada en el Banco Central (SATURNE) fue cerrada y sus funciones fueron traspasadas a la otra CDV operativa en aquellos años: SICOVAM (hoy Euroclear France). En España, en 2003 CADE que estaba localizado en el Banco de España, se fusionó con el SCLV<sup>19</sup>, constituyendo el depositario único privado Iberclear. Otros ejemplos están en Italia y en el Reino Unido, donde las CDV privadas (Monte Titoli y CREST, respectivamente), absorbieron las funciones de liquidación de sus sistemas públicos (CAT en Italia y CMO y CGO en el Reino Unido). No obstante, hay que señalar que el éxito de estas fusiones ha sido más que cuestionable, pues en general han tenido un mayor impacto en la propiedad, gobierno y gestión de la entidad, que en el ámbito operativo y en el número de CDV activas. Así, lo muestra el hecho de que entre 1999 y 2004, y a pesar de los procesos de fusión, el número de CDV en los países del área euro sólo haya disminuido de 23 a 18 CDV. Como el BCE ha reconocido, serían deseables mayores esfuerzos para fomentar la consolidación técnica de los sistemas. Por otro lado, en algunos entornos se cuestiona la idoneidad desde el punto de vista de la estabilidad fi-

nanciera de desligar totalmente a las CDV de valores públicos del entorno de los Bancos Centrales.

En algunos Estados miembros, como Alemania, Italia y España, han tenido lugar también episodios de integración vertical entre sus infraestructuras nacionales. Esto es, las bolsas de valores han establecido una relación de control o dominio sobre las CDV nacionales, configurándose unas estructuras conocidas con el nombre de «silos». Por ejemplo, en España, donde las plataformas de negociación (las cuatro bolsas de valores, MEFF, AIAF, SENAF) y los sistemas de postnegociación se encuentran organizados bajo la misma compañía *holding*: Bolsas y Mercados Españoles S.A. (BME). En Alemania, la Bolsa de Valores (Deutsche Börse) posee el 100 por 100 de la CDV alemana (Clearstream Banking Frankfurt). En la actualidad existe gran polémica en torno a esta forma de integración. Como ventajas de la integración vertical, se argumenta una mayor velocidad, seguridad y automatización en la conclusión de la transacción, una mayor facilidad en la gestión de riesgos y una mayor certidumbre legal. Como inconvenientes se argumenta que provoca distorsiones sobre la competencia, limita la posibilidad de elección de los usuarios, hace que la consolidación horizontal sea más difícil y crea perversos incentivos contra la interoperabilidad y, por tanto, representa una de las principales barreras a la integración del mercado de valores europeo (Esquema 2).

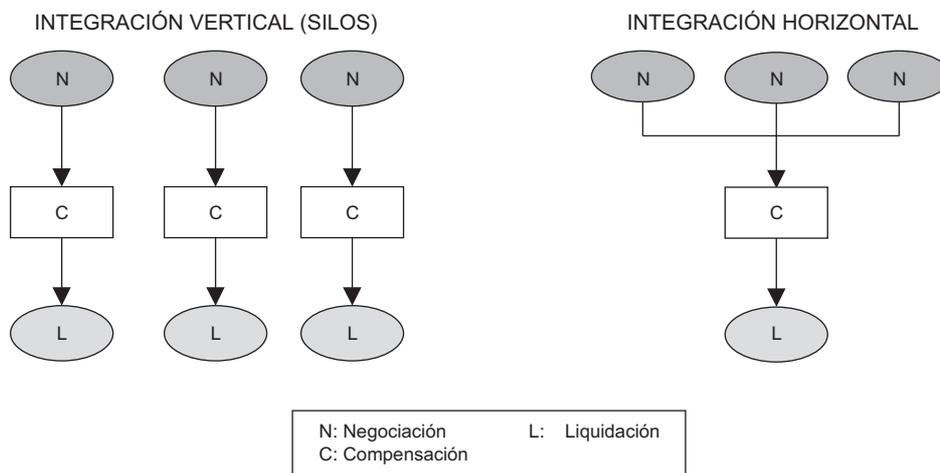
En el ámbito europeo, también disponemos de varios ejemplos de consolidación horizontal transfronteriza. Por ejemplo, en el año 1999, la CDVI (Cedel Internacional) y la CDV alemana (el Deutsche Börse Clearing AG), decidieron fusionarse, resultando una nueva compañía *holding*: *Clearstream Internacional* con base en Luxemburgo<sup>20</sup>. Otro ejemplo de consolidación horizontal transfronteriza en Europa lo tenemos en las CDV de Finlandia y Suecia

<sup>19</sup> A pesar de ser propiedad de Iberclear desde el 1 de abril de 2003, los programas informáticos de CADE estaban residiendo en el ordenador del Banco de España. La migración definitiva al ordenador de Iberclear se produjo en enero de 2005.

<sup>20</sup> Su propiedad estaba dividida entre la bolsa alemana, Deutsche Borse (50 por 100), y los accionistas de Cedel (50 por 100). No obstante, en julio de 2002 la Bolsa alemana (Deutsche Börse AG) adquirió el 50 por 100 de participación de Cedel en Clearstream Internacional constituyéndose una estructura de silo vertical.

ESQUEMA 2

FORMAS DE INTEGRACIÓN



FUENTE: Elaboración propia.

(APK y VPC), que el 22 de abril de 2004, anunciaron su fusión para crear una Central Depositaria de Valores Nórdica (Nordic Central Securities Depository NCSD)<sup>21</sup>.

Sin embargo, por el momento, el proyecto de consolidación horizontal más importante es el protagonizado por el Grupo Euroclear. Este Grupo fue creado en 2001 como resultado de la fusión la CDVI establecida en Bélgica (Euroclear Bank) y de la CDV francesa (Sicovam) que recibió desde entonces el nombre de Euroclear France. Posteriormente, se incorporaron al Grupo otras CDV nacionales: la CDV holandesa (Necigef) en el año 2002, que recibió entonces el nombre de Euroclear Nederland, la CDV inglesa (Crest) en ese mismo año y la CDV belga (CIK)<sup>22</sup> en el

año 2006 y que pasó a denominarse Euroclear Belgium. En el año 2000, Euroclear había asumido funciones del sistema de liquidación de irlandés (CBISSO)<sup>23</sup> (Esquema 3).

A pesar de este proceso de consolidación, el Grupo tomó consciencia de que no representaba aún una estructura lo suficientemente integrada para conseguir una mayor eficiencia y una disminución de costes significativa. Las CDV del grupo se habían estructurado como entidades corporativas separadas y sujetas a sus propias y diferenciadas regulaciones nacionales y con su propia plataforma IT. Además, para acceder a

2 de noviembre de 2004 Euroclear Bank (CDVI de Bélgica) anunció la total adquisición de CIK. La operación fue completada en 2006.

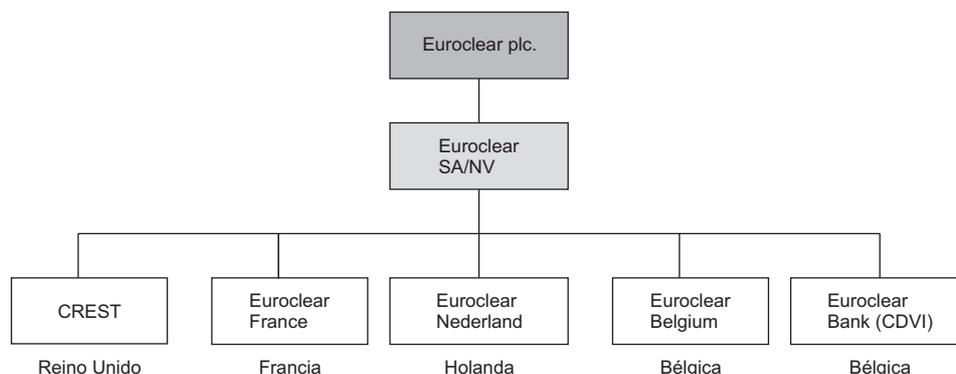
<sup>23</sup> Desde diciembre de 2000, Euroclear también ha asumido la responsabilidad de la liquidación de los bonos públicos irlandeses del gobierno (Gilts) siguiendo la decisión del gobierno irlandés y del Banco Central Irlandés de delegar esta actividad a Euroclear. Por tanto, el sistema de liquidación propiedad del Banco Central de Irlanda (llamado CBISSO) cesó sus operaciones, aunque el Banco Central de Irlanda continúa actuando como registrador para los bonos públicos irlandeses.

<sup>21</sup> Si bien se prevé crear una plataforma consolidada para 2008, la situación real en la práctica es que ambos funcionan aún como dos sistemas separados sirviendo cada uno a su propio mercado.

<sup>22</sup> En 2004, Euroclear adquirió la mayoría de las operaciones de custodia y liquidación de CIK (la CDV Belga propiedad de Euronext). El

### ESQUEMA 3

#### ESTRUCTURA DEL GRUPO EUROCLEAR



FUENTE: Euroclear.

cada una de ellas los clientes se veían obligados a mantener distintos tipos de interfaces. En definitiva, el Grupo Euroclear se constituía meramente como una yuxtaposición de varios monopolios nacionales. El Grupo Euroclear vio la necesidad de diseñar un nuevo modelo de negocio que permitiera reducir costes y mejorar el proceso de liquidación de operaciones entre los mercados del grupo (liquidación intragrupo). Este modelo se ha basado en la consolidación de las cinco plataformas de las CDV y de la CDVI del Grupo en una única plataforma consolidada para el procesamiento y entrada de datos. Además, hoy los clientes del Grupo están obligados a mantener múltiples interfaces, una distinta para conectarse a cada CDV del Grupo. El Grupo espera que en el futuro los clientes puedan acceder a la nueva plataforma única a través de una única interfaz de acceso (*Common Communication Interface CCI*), que acabe reemplazando a todas las existentes lo que evitará los costes duplicados. Se espera que el nuevo modelo esté totalmente implementado en el año 2010. Una descripción más detallada de las pretensiones del Grupo aparece recogida en el Recuadro 1.

El Grupo Euroclear se ha manifestado como un duro competidor para las CDV europea de fuera del grupo y entre ellas para la CDV española. Tradicionalmente, Euroclear Bank (la CDVI del Grupo) viene accediendo a los valores de IBERCLEAR a través de un enlace indirecto, es decir, a través de los servicios que le presta el Banco Santander Central Hispano y que actúa como su custodio local. Sin embargo, últimamente, y dentro de su campaña de expansión, el Grupo Euroclear ha demostrado cierto interés por un mayor acercamiento y ha ofrecido a Iberclear la posibilidad de incorporarse a su nueva plataforma centralizada de liquidación. Se propone crear un enlace electrónico directo que permitiría al inversor español que desee operar con valores extranjeros acceder a Euroclear a través de Iberclear, en lugar de hacerlo a través de un intermediario. A su vez, los operadores foráneos sólo tendrían que recurrir a Euroclear para comprar valores españoles. Esta nueva estrategia del Grupo Euroclear en España afectaría sin duda al papel del Banco Santander. A pesar de las intenciones manifestadas por Euroclear, muchos piensan que la intención real del Grupo podría estar en adquirir nuestra CDV nacional.

## RECUADRO 1

## PROYECTO DEL GRUPO EUROCLEAR

El primer paso para la consolidación de los sistemas del Grupo es construir una Única Máquina de Liquidación (*The Single Settlement Engine, SSE*), operativa para finales de 2006. Esta fecha fue inicialmente establecida para 2005, pero tuvo que ser retrasada ante la complejidad del proyecto. En una primera fase, la SSE se conectará solamente a las plataformas de dos CDV (Euroclear France y Crest) y de la CDVI (Euroclear Bank). CIK y Euroclear Nederland se unirán a la SSE directamente más tarde en la segunda fase. La SSE proveerá el primer bloque de la plataforma única del Grupo Euroclear y se centrará en las funciones de liquidación (es decir, en el posicionamiento y registro de la liquidez y de las transferencias de valores). La SSE reemplazará las actuales aplicaciones de liquidación central de las CDV del Grupo. Para el desempeño de su actividad, la SSE estará integrada y conectada con las infraestructuras de los sistemas locales, que mantendrán las cuentas de valores y constituirán, como hasta ahora, el verdadero registro legal de la titularidad de los valores. La SSE necesitará información procedente de las CDV del grupo acerca de las cuentas de valores de los clientes, así como datos sobre las cuentas de efectivo y las facilidades de crédito a disposición de los clientes. La SSE mantendrá unos registros simétricos (o cuentas reflejo) de las cuentas de valores de los clientes localizadas en su CDV local y mantendrá registros de las cuentas de efectivo de acuerdo con los acuerdos establecidos entre cada CDV y su banco central.

No obstante, respecto a la segunda fase, se espera que la plataforma para la liquidación de los valores de la zona Euronext (*Euroclear Settlement for Euronext-zone Securities ESSES*) sea lanzada a finales de 2007. En esta fase, las CDV de la zona Euronext (que son CIK, Euroclear France y Euroclear Nederland) dispondrán de un mecanismo de liquidación integrado para las actividades de Bolsa y OTC, basado en el sistema de liquidación actual de Euroclear France (RGV). En este momento, CIK y Euroclear Nederland se conectarán a la SSE. Por tanto, este proyecto combinará componentes de la infraestructura RGV con rasgos estratégicos de la plataforma única de Euroclear y del Interfaz Común de Comunicación para la liquidación, custodia y comunicación. La armonización de las prácticas de mercado de la zona Euronext será crítica para el buen fin de este proyecto.

Las fases posteriores pretenderán conseguir la completa consolidación de todos los sistemas de las CDV del Grupo, es decir, la implantación definitiva de una Plataforma Única de Aplicación (*Single Application Platform (SAP)*) y la creación de una Interfaz de Comunicación Común (*Common Communication Interface CCI*) para todos los usuarios del grupo en el año 2009-2010. Inicialmente el Grupo Euroclear anunció que la plataforma única estaría terminada para el año 2008, pero posteriormente esta fecha ha tenido que ser retrasada. Todas las CDV del Grupo Euroclear, incluyendo CREST, migrarán a la nueva plataforma consolidada en múltiples subfases.

No es posible en este momento definir con exactitud cómo se sucederán las fases posteriores a la SSE. Su alcance y consecuencias dependerán en buena medida de cómo se desarrolle el proceso de armonización entre los mercados del Grupo Euroclear.

El modelo de negocio de Euroclear ofrecerá:

- Un servicio doméstico,
- Un servicio completo,

Para cada una de las líneas de servicio, los clientes necesitarán elegir entre el Servicio Doméstico y el Servicio Completo. Los valores elegibles para el servicio doméstico, serán aquéllos para los cuales las CDV del grupo actúan como la CDV de origen o principal. En cualquier caso, todo valor del Grupo también podrá ser mantenido a través del Servicio Completo. Por tanto, el cliente podrá mantener el mismo valor del Grupo tanto a través del servicio doméstico (bajo la ley de la CDV relevante) como del Servicio Completo (bajo la ley belga). Por ello, como ventaja, el Grupo Euroclear indica que el cliente podrá elegir la legislación aplicable.

FUENTE: Euroclear.

En estos años, han ido surgiendo otras propuestas sobre el modelo (algunas sólo a nivel teórico) destinadas a conseguir la integración del sector. Así, destacamos el modelo de euroenlaces de la ECSDA o también llamado modelo espagueti con enlaces bilaterales entre cada par de centrales depositarias<sup>24</sup>, el modelo de ejes

y centro propuesto por Euroclear (Euroclear, 1999)<sup>25</sup>, el modelo de integración vertical o modelo de silos, el modelo CSSI (*Central Securities Settlement Institution*) que surgió en 2002 apoyado por Inglaterra, Italia, España,

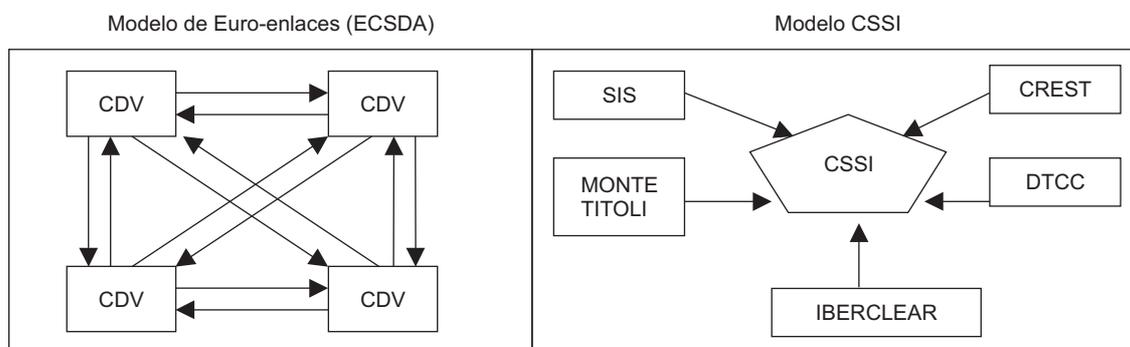
propone la creación de una completa red de enlaces bilaterales entre las CDV nacionales e internacionales de la UE, diseñados de tal forma que permitan liquidar transacciones denominadas en diferentes monedas. Fue concretamente en 1998 cuando comenzó un proceso de interconexiones entre las CDV de la UE.

<sup>25</sup> «Hub and Spokes model».

<sup>24</sup> En concreto, la Asociación Europea de Centrales Depositarias de Valores (ECSDA) ha propuesto un modelo descentralizado basado en la conexión bilateral entre cada dos centrales depositarias. La ECSDA

ESQUEMA 4

ALGUNOS MODELO DE INTEGRACIÓN



FUENTE: Adam Management Consultancy Ltd.

FUENTE: Elaboración propia.

Suiza y Estados Unidos, y los modelos basados en la integración horizontal, como el propuesto por el Foro Europeo de Valores (*hourglass model*)<sup>26</sup> o las propuestas de la Bolsa de Londres en 2001 (Don Cruickshank, 2001) de crear una única CDV para Europa.

A pesar de este amplio abanico de propuestas, ninguna de ellas ha contado con suficiente apoyo por parte del sector. El éxito de un modelo en Europa requerirá su aceptación por la gran mayoría de las CDV europeas y el firme compromiso de estas instituciones a invertir en el mismo (Esquema 4).

**7. ¿Por qué no ha avanzado el sector privado en la determinación del modelo?**

La incapacidad de las fuerzas del mercado para establecer un modelo definitivo está resultando muy per-

judicial para Europa, pues dificulta las posibilidades de llevar a cabo el Plan de Acción de Servicios Financieros y de crear un mercado financiero único en el plazo previsto, impide una negociación transfronteriza eficiente en la UE y hace que los mercados europeos resulten poco competitivos. Por tanto, la situación actual es altamente insatisfactoria, desde el punto de vista de los participantes del mercado y del interés público.

La pregunta clave entonces es: ¿cuánto tiempo está dispuesta la Comisión a esperar una respuesta dada por las fuerzas del mercado? Ya en septiembre de 2001, el Banco Central Europeo (Padoa-Schioppa, 2001) hacía las siguientes declaraciones: «*It is too early to say how the European Securities structure will exactly be*». Más de cuatro años después, lamentablemente, una parte de esta afirmación continúa estando de actualidad: aún no estamos en condiciones de decir cómo será exactamente la estructura de valores europea. Pero, si bien en 2001 se pensaba que era demasiado pronto, lo que hoy ha cambiado es que empieza a ser demasiado tarde, especialmente si nuestro objetivo era crear un mercado único de valores en la UE.

<sup>26</sup> El Foro Europeo de Valores (European Securities Forum (ESF)) es una empresa inglesa que representa a los principales bancos de inversión internacionales que operan en Europa. Su principal objetivo es la creación de un mercado de capital paneuropeo eficiente mediante la consolidación e integración de su infraestructura de valores además de mediante una adecuada regulación. El 6 de diciembre de 2000 el ESF publicó un Documento sobre una ECC europea (European Securities Forum, 2000).

Cabría preguntarnos si podemos encontrarnos ante un fallo del mercado para establecer un modelo dominante y definitivo en Europa.

A continuación se analizan las razones por las que los avances en la determinación del modelo han sido tan escasos en estos años:

a) En primer lugar, la incertidumbre sobre cuál será el modelo paneuropeo más adecuado, disuade a las CDV a invertir en el cambio. Estos operadores se cuestionan por qué gastar billones de euros en soluciones que todavía no han demostrado que funcionen.

b) Muy importantes son los problemas de coordinación. Debido a la necesaria interrelación entre las CDV, la inversión por parte de una de ellas en un modelo nunca será rentable si las otras no invierten en la misma infraestructura y logran crear una masa crítica suficiente para poder aprovechar las economías de escala potenciales. Las CDV de la UE se muestran poco incentivadas a hacer inversiones en un modelo, porque desconocen el grado de apoyo que recibirá. Este comportamiento se conoce como «temor a moverse el primero» o *first mover fear*. Además, las CDV rechazarán de forma sistemática un modelo si sospechan que éste pueda beneficiar en especial a alguna de ellas.

c) Además, las CDV no sólo temen por el fracaso de sus nuevas inversiones, sino también temen por el hecho de que buena parte de sus inversiones pasadas en equipos e instalaciones pasen a quedar obsoletas. Así, existe una aversión a los cambios motivada por la necesidad de soportar costes irre recuperables o *sunk costs*.

d) La persistencia de obstáculos fiscales, jurídicos y técnicos y, en general, todas las barreras identificadas en el informe Giovannini están obstaculizando el proceso integrador y disuaden a la industria a realizar avances sobre el modelo. Como se ha explicado, ambos objetivos (eliminación de barreras y avances sobre el modelo) deben avanzar en paralelo.

e) Las CDV nacionales temen que los procesos de integración, como las fusiones o adquisiciones, les ocasionen una pérdida de su identidad nacional. Pero, no solo las CDV sino también las autoridades supervisoras

y los poderes políticos se suelen resistir a que la propiedad y el gobierno de sus infraestructuras nacionales caigan en manos extranjeras.

f) El actual Modelo de Corresponsalías entre Bancos Centrales (MCBC) ayuda a mantener la fragmentación del sector. La política del Eurosistema se basa en una serie de principios, y entre ellos, se establece que las entidades de contrapartidas en las operaciones de política monetaria y de crédito del Eurosistema sólo puedan obtener financiación del Banco Central Nacional del país en el cual estén establecidas (que será el BCN prestamista)<sup>27</sup>. Además, según el artículo 18 de los Estatutos del SEBC, se requiere que estas operaciones de crédito estén siempre respaldadas por un colateral adecuado, es decir, que las entidades nacionales podrán aportar como garantía frente al Eurosistema, no sólo valores domésticos, sino también valores extranjeros emitidos y depositados en CDV de otros Estados miembros. Para facilitar la aportación de garantías de forma transfronteriza, el Eurosistema diseñó y puso en funcionamiento en 1999 el MCBC, que opera del siguiente modo: la entidad de contrapartida nacional con valores extranjeros los transfiere a la cuenta de valores que el Banco Central extranjero mantiene en la CDV extranjera (al que se denomina Banco Central Corresponsal)<sup>28</sup>. Este último mantendrá los activos de garantía por cuenta del BCN prestamista<sup>29</sup>. El BCN corresponsal informará al BCN prestamista cuando se hayan recibido los valores admisibles en su cuenta en la CDV extranjera, y sólo entonces, el BCN prestamista concederá el crédito a la entidad financiera. Se ha comentado que el modelo de corresponsalía contribuye a mantener la

<sup>27</sup> Llamado Home Central Bank (HCB) en la terminología anglosajona.

<sup>28</sup> Según la terminología anglosajona Correspondent Central Bank (CCB).

<sup>29</sup> En el MCBC, cada uno de los BCN actúa como custodio para el resto de los Bancos Centrales Nacionales en relación con los valores aceptados en su central depositaria local o en su sistema de liquidación. Esto supone que cada Banco Central Nacional (BCN) a través de su Central Depositaria de Valores mantiene una cuenta de valores para cada uno de los BCN y para el BCE.

fragmentación de la industria, en tanto en cuanto que, para movilizar el colateral de forma transfronteriza, se obliga a los participantes del mercado a repatriar los valores a la CDV de emisión y a actuar a través de su BCN. Este último entraría en contacto con el BCN del país de emisión de los valores. Según algunos, esta política restringe la competencia entre las CDV e impide la eficiencia de la liquidación transfronteriza con valores.

g) La actual iniciativa del Eurosistema de reformar el MCBC y de crear una nueva plataforma de liquidación paneuropea poseída y operada por el Eurosistema, desincentiva a la industria a realizar los esfuerzos necesarios para la integración. El MCBC fue establecido en 1999 como una solución provisional a medio plazo para la aportación transfronteriza de garantías al Eurosistema, a la espera de que fuera superado por alguna otra iniciativa del mercado. La aceptación de los enlaces entre los SLV como una iniciativa procedente del mercado, no ha conseguido reemplazar al MCBC, que hoy por hoy continúa siendo el mecanismo más utilizado<sup>30</sup>. A pesar de su posición de liderazgo, los participantes de la comunidad bancaria en la reunión del COGESI<sup>31</sup> celebrada el 6 de mayo de 2004, manifestaron que el actual MCBC adolece de una serie de deficiencias. El BCE incentivó a que se establecieran soluciones alternativas al MCBC para el uso transfronterizo del colateral, y en la siguiente reunión del COGESI, el Citigroup propuso un modelo llamado Central Collateral Manager (Citigroup, 2004). Dado que este modelo no contó con el grado de apoyo necesario y que tampoco surgieron otras propuestas capaces de imponerse, el Eurosistema se vio en la obligación de comprometerse a reformar el MCBC, proyecto que en la actualidad está en marcha y es conocido como MCBC2. Algunos han criticado esta actitud

del SEBC, pues consideran que estaría privando de incentivos al sector privado, que es el que realmente debería afrontar el reto de la integración. Del mismo modo, el proyecto TARGET2-*Securities* podría estar desincentivando al sector privado a dirigir el proceso.

h) Muchos participantes del mercado son partidarios de crear un mercado de valores integrado, a la vista de los muchos beneficios que éste reportaría. Pero los beneficios potenciales de la integración no son compartidos por igual por todos los participantes del mercado, ni genera beneficios universales:

— Puede ocurrir que los que soporten el coste del desarrollo técnico de un nuevo modelo no sean precisamente los más beneficiados por la integración. Para las CDV, la certeza sobre los costes en que tendrán que incurrir a corto plazo para llevar a cabo un proyecto de integración, no se corresponde con unas expectativas equitables en cuanto a sus propios beneficios futuros, y no tienen en cuenta los intereses a largo plazo que se generarían para el conjunto de la industria (por ejemplo, la implantación de un modelo contribuirá al beneficio intangible de la estabilidad, beneficio que por su carácter de bien social resulta muy difícil de valorar por el mercado).

— Algunos participantes del mercado se ven beneficiados por la actual fragmentación del sector y podrían salir perjudicados por las consecuencias que generará el proceso de integración. En concreto, algunas CDV nacionales, satisfechas con los beneficios y los volúmenes de actividad alcanzados en sus respectivos mercados nacionales, y conscientes de su debilidad para competir en un mercado europeo, disfrutaban de la protección frente al exterior que les proporciona la fragmentación del sector. La apertura les llevaría a perder cuota de mercado y, por tanto, a ver empeorada su posición competitiva en el entorno ampliado<sup>32</sup>. Por ello, es racional

---

<sup>30</sup> En concreto, el 80 por 100 del colateral transfronterizo es aportado a través del MCBC, mientras que tan sólo el 20 por 100 restante es aportado a través de los enlaces.

<sup>31</sup> Contact Group on Euro Securities Issues (COGESI). Se trata de un foro de bancos centrales y de representantes de las industrias bancarias y de liquidación del área euro para discutir cuestiones importantes para el desarrollo de la industria de liquidación de valores.

---

<sup>32</sup> El expresidente de la Bolsa de Londres (Cruickshank) afirmaba en 2001 que los propietarios de las CDV serán los principales perdedores netos en el proceso de integración y podrían ver sus beneficios reducidos en unos 300 millones de euros. Por tanto, estos tendrán poderosos incentivos para proteger aquellas corrientes de ingresos.

que muchas CDV que actúan en sus respectivos mercados como un monopolio nacional, tengan fuertes intereses en resistirse al cambio y en defender a toda costa su poder local (Deutsche Bank, 2003).

— Por otro lado, existen poderosos jugadores (custodios) que desde hace años vienen realizando importantes inversiones con el objetivo de crear los mecanismos necesarios para superar los problemas derivados de la fragmentación y facilitar la liquidación transfronteriza de valores. Estos jugadores, que han conseguido obtener beneficios a corto plazo explotando las actuales ineficiencias del mercado, han alcanzado importantes cuotas de mercado y ven en la integración de las CDV una amenaza a su rentable negocio. En definitiva, dedicados a explotar la ineficiente estructura actual luchan por no perder su consolidado poder de mercado<sup>33</sup>.

i) Otro factor es la falta de poder o incentivos de algunos participantes del mercado. Sin duda, los mayores costes e ineficiencias derivados de la fragmentación caen de forma desproporcionada sobre los emisores y los más pequeños inversores, cuyas voces son las menos oídas en el debate para el cambio. Esto es debido a que la mayoría de estos participantes se encuentran muy dispersos, lo que les hace tener poco peso para forzar el cambio. Por otro lado, otros pequeños inversores y emisores centrados exclusivamente en la operativa a nivel nacional también se sienten ajenos a los cambios y poco incentivados para reducir la fragmentación actual.

j) Otro problema es que, ante la falta de transparencia que supone un mercado fragmentado, los inversores más pequeños y los emisores no llegan a disponer de una información clara sobre los costes que les supone la falta de integración. Estos costes suelen serles escondidos, liados con los otros costes de transacción, por

lo que no se ven tan incentivados como deberían a presionar por una reducción de costes y por la integración del sector.

k) Por otro lado, los modelos de silos existentes en algunos Estados miembros pueden suponer un obstáculo a la integración transfronteriza de las CDV. Numerosas Bolsas europeas tienen una participación significativa en sus respectivas CDV nacionales. Dado que las infraestructuras de post-negociación obtienen grandes beneficios con su actividad, las Bolsas de valores salen muy beneficiadas por el hecho de ser sus propietarias. En concreto, la contribución que los sistemas de compensación y liquidación hacen a los ingresos totales de sus Bolsas afiliadas van desde un 11 por 100 a un 50 por 100<sup>34</sup>. Esto les da la oportunidad de contrasubvencionar potencialmente sus propios servicios y de inflar sus valoraciones de mercado. Estas prácticas, y lo que se ha acertado en llamar el gobierno borroso de las Bolsas y de las organizaciones de compensación y liquidación en Europa, hace más difícil orientar su objetivo a conseguir unos intereses a largo plazo para los clientes. Por otro lado, se argumenta que los silos verticales impiden la consolidación horizontal eficiente de las infraestructuras de liquidación. Si un sistema cubre totalmente la negociación, compensación, liquidación y custodia, es más complicada su integración con otro sistema localizado en un país diferente, porque el sistema es más autónomo y las adaptaciones tecnológicas requeridas tienden a ser más costosas (Russo, 2000). Por tanto, la consolidación vertical en cierta forma hace que la consolidación horizontal sea más difícil. Por ello, recientemente, distintos grupos de inversión en Europa han pedido a la Comisión Europea que obligue a la separación de las Bolsas de negociación de la provisión de servicios de compensación y liquidación, esto es, al desmantelamiento de estas estructuras de silos. Consideran que esta medida

<sup>33</sup> Hay muchos poderosos jugadores que se oponen a la integración, pues se benefician de la existencia de unos mercados de capitales ineficientes y fragmentados, y abusan de sus posiciones dominantes para trasladar a otros agentes privados (usuarios finales) los mayores costes derivados de esta fragmentación (Don Cruickshank, 2001).

<sup>34</sup> En España, en el año 2005, los beneficios del  *Holding Bolsas y Mercados Españoles S.A* fueron de 94.061.000 euros. De estos, correspondieron a Iberclear 29.548.000 euros (es decir, aproximadamente un 30 por 100 de los beneficios del  *Holding*) lo que supone un porcentaje bastante elevado.

evitaría las distorsiones competitivas y abriría el camino a una infraestructura única para la compensación y liquidación transfronterizas.

l) La incertidumbre que ha existido hasta los meses pasados sobre la futura regulación comunitaria han ralentizado el proceso de integración. Aún hoy, la incertidumbre sobre el éxito del Código de Conducta, sobre la actuación futura de la Comisión Europea y sobre el futuro marco regulatorio y supervisor sigue frenando los avances y la definición de un modelo.

En definitiva, todas las razones expuestas nos ayudan a entender los escasos progresos conseguidos por el momento en la determinación del modelo y nos alertan de la existencia de un fallo del mercado en cubrir este objetivo.

## 8. ¿Quién o quiénes se benefician del retraso?

El retraso en la integración del sector de servicios de postnegociación en Europa beneficia a aquellos que encuentran su fuente de ingresos en la explotación de la fragmentación del mismo. Entre ellos, uno de los grandes beneficiados ha sido el Grupo Euroclear. Este Grupo ha sido consciente de que la fragmentación no podría mantenerse indefinidamente en una Europa que busca ser competitiva y, por ello, ha propuesto su particular modelo de negocio para la integración del sector. Si bien este modelo supondría ciertas ventajas en términos de eficiencia y costes, el atractivo del mismo declina al valorar su contribución a la estabilidad. Por su diseño, el modelo de Euroclear implica una excesiva concentración de riesgo operativo, y un nivel de riesgo de sistema muy superior al acorde con la estabilidad financiera en Europa. Euroclear propone centralizar el procesamiento de liquidación de los valores y del efectivo en la *Single Settlement Engine (SSE)*, y ello requiere, por un lado, que cada CDV del Grupo traspase a la SSE el procesamiento de liquidación de valores que ella ejecuta para sus clientes. Es decir, cada CDV del grupo tendrá que subcontratar el procesamiento de liquidación de valores a la SSE mediante un contrato de provisión de servicios.

No obstante, esta subcontratación no tendrá impacto alguno sobre la naturaleza de la relación de las CDV del Grupo con sus clientes. Los clientes no tendrán que tratar con el operador de la SSE y, como hasta ahora, dirigirán sus instrucciones y recibirán información de las CDV con las que contratan. Las cuentas de valores serán mantenidas en las CDV del grupo, y la SSE mantendrá copias de estas cuentas de valores (cuentas espejo o *mirror accounts*) para sus propios procesamientos, auditorías y reconciliaciones. La transferencia de los derechos de propiedad aparecerá representada por movimientos en los registros locales y, en el caso de discrepancias con los registros de procesamiento de la SSE, prevalecerá lo establecido en los primeros.

Por otro lado, y es ésta la principal debilidad del modelo, requiere que la liquidación de la pata de efectivo de toda operación con valores en dinero del Banco Central se realice conforme a un modelo integrado (BCE, 2004) sobre la plataforma del Grupo. Este modelo integrado, el cual existe actualmente en Francia, consiste en que las cuentas de efectivo que las entidades mantienen abiertas en el Banco Central son operadas por el sistema de liquidación de valores (SLV), gracias a que el banco central le subcontrata el ejercicio de tal función (es decir, los cargos y abonos en las cuentas de efectivo resultantes de las operaciones con valores son realizados por el Sistema de Liquidación). En el modelo de Euroclear se requiere que todos los bancos centrales de los Estados miembros implicados en el Grupo Euroclear (Francia, Holanda, Bélgica, Inglaterra), deleguen a la SSE el procesamiento de liquidación del efectivo de las operaciones con valores de sus clientes e incluso, la operativa del crédito intradía relacionado con la colateralización automática. Por tanto, requiere que se deleguen funciones propias de la banca central a la SSE. Como ventajas, el Grupo Euroclear expone que dicho modelo permitiría la liquidación conforme al principio de entrega contra pago (DvP), la simultaneidad de la liquidación de los valores y del efectivo, y la reducción de los flujos de comunicación entre el operador de liquidación y el banco central, pues no sería necesario comunicar

cada operación en tiempo real a cada banco central implicado (es decir, no necesitará realinearse constantemente con TARGET o con TARGET 2 en el futuro)<sup>35</sup>. No obstante, no está aún demostrado que las ventajas del modelo Euroclear serían de tal relevancia. De hecho muchas de ellas podrían alcanzarse sin un modelo integrado y sin exigir que los bancos centrales tuvieran que delegar al ámbito privado funciones que les son propias. Además, la comunicación frecuente con el Eurosistema que requeriría un modelo interconectado no sería tan costosa como pueda parecer y permitiría aumentar la confianza del mercado acerca del adecuado funcionamiento de esta infraestructura.

No sólo la nueva máquina de liquidación del Grupo Euroclear pretende asumir una función propia del Eurosistema (la liquidación en dinero del banco central y la operativa del crédito intradía), sino que se atreve incluso a proponer que los BCNs tengan abiertas cuentas en Euroclear y que, al final del día, la SSE confirme las posiciones de efectivo entre Bancos Centrales y que estos últimos comprueben que las posiciones de efectivo resultante de la liquidación de las operaciones del día son registradas correctamente.

Con este diseño, un fallo operativo (incluyendo posibles desastres naturales, ataques terroristas, etcétera) de la SSE ocasionaría una cascada de incumplimientos de gran volumen que podría extenderse a los sistemas financieros de muchos países. El fallo afectaría tanto a las entidades relacionadas con la entidad que iba a recibir los valores como a las entidades relacionadas con la contraparte que iba a recibir el efectivo. Las repercusiones serían las que corresponderían al fallo de un sistema de liquidación de valores y de un sistema de pagos.

Además, dada la relación que las CDV guardan con algunas de las funciones del Eurosistema (por ejemplo,

con ejecución de la política monetaria, con la salvaguarda de la estabilidad financiera y con el buen funcionamiento de los sistemas de pago), nuestras autoridades monetarias podrían llegar a ser excesivamente dependientes de este grupo privado del mercado. Verían entonces mermada la autonomía e independencia de la que debe gozar todo banco central, quedando expuestos sin remedio a las vicisitudes y problemas que puedan surgir en la actividad de este grupo privado que, para más desconcierto, se encuentra en manos de ciertos bancos, algunos de ellos americanos. Existiría el peligro de que se viera dañada la buena reputación de nuestras autoridades monetarias. Por tanto, aceptar el modelo del Grupo Euroclear implicaría dejar en manos de una entidad privada la responsabilidad de mantener la confianza del público en el Eurosistema y, por tanto, en nuestra moneda.

Otro de los inconvenientes es que podría acabar mermando la importancia de la liquidación sobre el dinero del banco central, lo que aumentaría el grado de riesgo del sistema financiero en su conjunto. Así, lo ha comentado uno de los grandes custodios globales (BNP Paribas, 2004):

«Ciertamente, si la CDVI del Grupo es tan eficiente como las CDV del Grupo, los participantes financieros preferirán centralizar su actividad en un único lugar, es decir, en la CDVI. La liquidez en la liquidación pasaría rápidamente desde la CDV a la CDVI. Esta centralización de actividad en la CDVI implicaría una concentración de riesgo excesiva en tal entidad y, de hecho, acabaría con la liquidación de las partes de efectivo de las operaciones con valores sobre el dinero del banco central. Si la liquidez de la liquidación es mayor en la CDVI, los participantes del mercado tenderán a cerrar su cuenta a nivel de la CDV, lo que disminuiría el uso del dinero del banco central. Además, como la liquidez de cada participante del mercado estaría en su mayoría en la CDVI, estos centralizarían su gestión de tesorería alrededor de sus cuentas de efectivo en la CDVI y no en las cuentas de

<sup>35</sup> Además se establecerá un nuevo enlace directo entre TARGET2 y la SSE. Esto permitirá a los clientes de Euroclear transferir la liquidez desde TARGET2 a su cuenta del Banco Central en la SSE y viceversa. El saldo final de cada cuenta en dinero del banco central será devuelta a cada BCN a través de TARGET2, antes del final del día.

efectivo en su banco central. El uso del dinero del banco central estaría entonces limitado a los sistemas de pago de efectivo manejados por los bancos centrales. Además, será razonable asumir que si todos los participantes del mercado mantienen sus cuentas de efectivo en la CDVI, ellos también procesarán sus pagos comerciales a través de los sistemas de liquidación de la CDVI. El uso del sistema de pagos de la banca central sería incluso más limitado. Por tanto, la generalización a nivel europeo del modelo de las CDVI (...) podría conducir a un mayor riesgo para el conjunto de mercado y afectar a la estabilidad financiera en Europa, considerando el papel central de los SLV de garantizar la eficiencia y liquidez de los mercados financieros en Europa».

Además, la propuesta de Euroclear tampoco garantizaría una competencia efectiva entre las CDV de la UE. Respecto a la ventaja que argumenta el Grupo Euroclear de que su modelo permitiría la elección del sistema legal por el cliente (Recuadro 1), habría que matizarla pues sería en realidad una elección limitada entre la ley nacional del país de la emisión y la ley belga. Esto podría causar provocar una competencia en laxitud entre cada una de las legislaciones nacionales y la legislación belga, y tenderían todas ellas a armonizarse con esta última legislación, que actuaría en cierto modo como guía o *benchmark* en el proceso de armonización.

Si el modelo del Grupo acabara imponiéndose en la UE, éste podría abusar de su posición de privilegio para imponer unas condiciones injustas, abusivas o discriminatorias al resto. Por tanto, sería necesario establecer una exigente regulación *ex ante* y controles públicos sobre ella. Adicionalmente, la generalización a nivel europeo del modelo de Euroclear podría conducir a un mayor riesgo para el conjunto de mercado y afectar a la estabilidad financiera en Europa.

En definitiva, a pesar de los inconvenientes de su modelo, el Grupo Euroclear sigue invirtiendo gran cantidad de tiempo y recursos en el mismo y presiona de forma continua a las autoridades comunitarias y al Eurosistema

para que acaben cediendo a sus pretensiones y consientan su particular avance. La confusión general y la falta de coordinación que se ha vivido en el sector, la actitud pasiva de la Comisión en lo que se refiere a la determinación del modelo y la indeterminación del Eurosistema acerca de la aceptación de los modelos integrados para liquidar en TARGET2, han otorgado a este Grupo un margen considerable de tiempo para seguir sacando adelante su proyecto. Y todo ello, a contrarreloj, no sólo contra el tiempo, sino también contra el posible cambio de actitud de la Comisión, y contra el despertar de otras iniciativas públicas o privadas que superaran las debilidades del modelo de negocio de Euroclear contra la estabilidad. En este sentido, la puesta en marcha del nuevo proyecto del Eurosistema (TARGET2-*Securities*), que será explicado más adelante, puede suponer una amenaza para las pretensiones del Grupo. Si el proyecto del Eurosistema llega a buen fin, el modelo de Euroclear no alcanzará una suficiente masa crítica y no tendrá éxito en Europa. Pero si TARGET2-*Securities* no llega a establecerse, es probable que las CDV europeas no del Grupo, más por su incapacidad para integrarse y por la ausencia de alternativas reales, que por el convencimiento acerca de la idoneidad del mismo, acaben aceptando el modelo de Euroclear. Al fin y al cabo, uno de los principales inconvenientes de esta propuesta afecta a la estabilidad financiera y a la competencia, responsabilidad exclusiva de las autoridades públicas nacionales y comunitarias. Si ellas no se oponen o toman medidas, no podemos esperar que las tomen las CDV y los inversores, principalmente interesados en cuestiones de efectividad y costes.

## 9. Intervención por parte de las autoridades públicas

Dada la situación descrita se plantean las siguientes cuestiones: ¿Podría estar justificada una intervención por parte de las autoridades europeas relevantes? ¿En qué sentido debería orientarse tal intervención?

La distorsión que afecta a las fuerzas del mercado y las perjudiciales consecuencias que de ello se derivan,

## RECUADRO 2

## PROCESO DE INTEGRACIÓN EN ESTADOS UNIDOS

En los años 70, el sistema americano se caracterizaba por la existencia de siete Entidades de Contrapartida Central (ECC)<sup>1</sup>, cada una operando en el seno de una estructura de silo vertical.

En abril de 1975, la SEC dio a conocer un estudio que había encargado sobre los costes de la compensación y liquidación en EE UU y sobre las implicaciones para el desarrollo de un sistema nacional unificado. En base a este estudio la SEC (SEC, 1975) revisó la posición de EE UU, y consideró los méritos de tres opciones:

1. Introducir la interoperabilidad enlazando los siete sistemas existentes, y se estimó que produciría ahorros del 9,6 por 100. Se preveía que los costes por operación serían de 0,50 dólares.
2. Mantener y enlazar tres de los sistemas existentes. Se estimó que produciría unos ahorros del 32,7 por 100. Se preveía que los costes por operación serían de 0,37 dólares.
3. Moverse hacia un sistema único adecuadamente regulado, estimando que produciría unos ahorros en costes del 63,5 por 100. Se preveía un coste por operación de 0,20 dólares. También se estimó que decrecerían los costes de los usuarios. Unas 63 empresas que fueron elegidas para representar a los usuarios de la liquidación de valores se estimó que ahorrarían unos 150 millones de dólares USA al año (del año 1975, 475 millones de dólares USA en precios actuales) por pasar a un sistema centralizado. Este ahorro de costes ha sido hoy realizado por el DTCC.

A pesar de las ventajas que se esperaban traería la centralización en la compensación en cuanto a la reducción de comisiones, necesidades de fondos, menores costes operativos, mejor vigilancia, más fácil regulación, y ahorros a los miembros, las infraestructuras que deberían fusionarse en un único sistema nacional se opusieron frontalmente a la eliminación de cualquiera de ellas, y expresaron su rechazo a tales propuestas integradoras<sup>2</sup>. Por tanto, al observarse que la centralización en EE UU no ocurriría por sí misma al amparo de las fuerzas del mercado, la SEC y el Congreso de EE UU forzaron la consolidación a través de un proceso legislativo en 1976. La SEC decidió optar por imponer un sistema único (National Securities Clearing Corporation NSCC), que sería el que, según sus previsiones, aportaría mayores ahorros en costes.

NOTAS: <sup>1</sup> Una entidad de Contrapartida Central es una entidad especializada que actúa como el comprador de todo vendedor y como el vendedor de todo comprador, creando dos nuevos contratos que sustituyen al contrato único original a través del proceso legal conocido como novación.

<sup>2</sup> En la mayoría de los casos, los ingresos de las ECC suponían una parte significativa de los ingresos de sus bolsas afiliadas, motivo por el cual las bolsas y las ECC se oponían sistemáticamente a la consolidación, a menos que como resultado de dicha integración fueran ellas la única institución que finalmente quedara.

son hechos de suficiente envergadura para justificar la intervención de las autoridades europeas en el sector. Sin esta intervención, el peligro está no sólo en que el proceso de integración se ralentice considerablemente, sino incluso en que el modelo de integración más idóneo para Europa nunca llegue a establecerse. La intervención de las autoridades públicas, directa o indirecta, flexible o contundente, en cuestiones relacionadas con la infraestructura de una determinada industria no es algo nuevo y, de hecho, contamos con numerosos ejemplos en los que se han conseguido resultados positivos.

- Un ejemplo lo tenemos en el sector eléctrico, cuyas analogías con el sector de servicios de postnegociación han sido ampliamente reconocidas (Milne, 2002). En concreto, en el caso de España, recordemos que la estructura del sector fue impuesta por los poderes públicos mediante una Ley. Con la creación de la nada en 1985 de la sociedad, Red Eléctrica de España, S.A.

(REE), encargada de la gestión del servicio público de explotación unificada del sistema eléctrico nacional, se nacionalizaba la red de transporte eléctrico en España. Es decir, Red Eléctrica (al igual que ENAGÁS), nació fruto de las decisiones políticas adoptadas por el Gobierno de Felipe González dentro de una estrategia de creación de monopolios en el sector energético.

- En la industria de postnegociación, la intervención de las autoridades públicas en asuntos de infraestructura tampoco es nueva. Hoy en día, la compensación y liquidación en el mercado de acciones americano tiene lugar fundamentalmente a través de una única entidad *holding*, el Depository Trust Clearing Corporation (DTCC). La centralización en la compensación fue el resultado de un proceso de consolidación que arrancó muchos años atrás que tuvo que ser impuesto en 1976 por las autoridades públicas americanas (ver Recuadro 2).

• En el ámbito de la liquidación de los pagos al por menor, la intervención de los poderes públicos ha sido indirecta aunque contundente. En la zona euro, la comisión que las entidades aplicaban a los pequeños pagos transfronterizos en euros era, en promedio, casi 100 veces superior a la de los pagos nacionales y, además, por lo general, los pequeños pagos transfronterizos en euros se efectuaban con bastante más dilación que los nacionales. Según se desprendía de un informe del BCE (BCE, 1999), una de las principales razones de estas diferencias era la ausencia de una infraestructura adecuada y el empleo predominante de los acuerdos de correspondencia entre entidades de crédito. Entonces entre los años 1999-2001, el Eurosistema ayudó a las entidades a eliminar los obstáculos para reducir los elevados costes de las transferencias transfronterizas al por menor. Aunque se consiguió una cierta disminución de las tarifas cobradas por los servicios de pagos transfronterizos, en el verano de 2001 dos estudios sobre precios encargados por la Comisión revelaron que no se había logrado una mejora sustancial. Las distintas entidades no querían hacer inversiones considerables sin tener la certeza de que las demás estarían dispuestas a realizar una inversión similar que permitiese a toda la comunidad bancaria obtener beneficios. Dadas las dificultades para obtener progresos significativos, el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE consideraron que era necesario tomar una política drástica y, en diciembre de 2001, se emitió el Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo de la Unión Europea sobre pagos transfronterizos en euros<sup>36</sup>. Este Reglamento obliga a las entidades de crédito a aplicar la misma comisión a los pequeños pagos nacionales y a los transfronterizos. Así, las entidades se enfrentaban a la necesidad de reducir los costes rápidamente a fin de minimizar sus pérdidas en los servicios transfronterizos. En este sentido, el Eurosistema siguió ayudando a las entidades. Efectiva-

mente, la nueva regulación animó a las entidades a intensificar sus esfuerzos por avanzar en el proceso de integración y para crear una Zona Única de Pagos para el Euro (Single Euro Payments Area, SEPA), eficiente. De hecho, adoptaron una estrategia general para su consecución en el año 2010. Esta regulación estimuló que las entidades tomarán una decisión acerca de la infraestructura necesaria y, en concreto, expresaron su preferencia por crear una Cámara de Compensación Automatizada Paneuropea<sup>37</sup> (PE-ACH) para la liquidación de pagos transfronterizos al por menor. A mediados de 2003 se había creado la plataforma STEP 2 hoy reconocida como una Casa de Compensación Automatizada Paneuropea (PE-ACH) para los pagos domésticos y transfronterizos en euros<sup>38</sup>.

• Como último ejemplo, podemos resaltar la creación del sistema de grandes pagos en euros del SEBC (TARGET)<sup>39</sup>, donde fue de vital importancia la actuación y coordinación de las autoridades públicas y, en particular, de los Bancos Centrales. Ante la decisión de establecer una política monetaria única, se hacía imprescindible contar con un sistema de pagos de ámbito europeo que sirviera de soporte técnico para la liquidación de las operaciones, y que permitiera transmitir inmediatamente los efectos de dichas decisiones sobre los mercados. Además, permitiría conectar los mercados interbancarios nacionales, posibilitando que las entidades pudieran gestionar sus posiciones de liquidez de manera eficiente, y que las operaciones de arbitraje se pudieran ejecutar con gran rapidez y facilidad en toda el área euro, lo que garantizaba la igualdad de los tipos de interés y facilitaba la integración del mercado interbancario en toda la UEM. En noviembre de

<sup>36</sup> Reglamento CE número 2560/2001 del Parlamento Europeo y del Consejo de 19 de diciembre de 2001.

<sup>37</sup> PE-ACH (Pan-European Automated Clearing House).

<sup>38</sup> Se trata, por tanto, de un servicio de procesamiento de pequeños pagos en euros comerciales no urgentes, de bajo valor y de alto volumen capaz de dirigir pagos entre los participantes de STEP 2 y cualquier banco en la UE. La creación del sistema STEP 2 se ha reconocido como uno de los pilares más importante para el establecimiento de un Área de Pagos Única en euros.

<sup>39</sup> TARGET, siglas de Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System.

1994, el Instituto Monetario Europeo (IME) y los Bancos Centrales de la Unión Europea anunciaron el desarrollo de este sistema de pagos, y se estableció un calendario para su implementación. TARGET se diseñó como un sistema descentralizado, basado en la interconexión de los sistemas de pago de cada país. Es decir, debería reunir a los sistemas de pagos nacionales de los distintos bancos centrales, al mecanismo de pagos del Banco Central Europeo (EPM)<sup>40</sup>, y el sistema de interconexión (Sistema *Interlinking*). La creación de TARGET supuso un tremendo esfuerzo de adaptación por parte de los Sistemas de Pagos domésticos de la UE para llegar a ser brutos y en tiempo real, condiciones que se exigían para formar parte de este sistema TARGET, siempre respetando el principio de armonización mínima<sup>41</sup>. Los 15 Sistemas de Liquidación de efectivo que entrarían a formar parte de TARGET estaban localizados en los Bancos Centrales y, por tanto, la mayor parte del esfuerzo de adaptación debería ser llevado a cabo por dichas autoridades monetarias. TARGET entró en funcionamiento el 4 de enero de 1999, al mismo tiempo que el SEBC inició plenamente sus actividades.

La forma en que se creó el sistema TARGET no es aplicable al contexto de los CDV en Europa. La principal diferencia está en que los sistemas de grandes pagos individuales componentes del sistema TARGET estaban localizados y eran operados por los Bancos Centrales de la UE y, de esta forma, una vez tomada la decisión sobre su creación y características, fueron estas autoridades monetarias las encargadas de soportar tanto la carga económica como el esfuerzo de adaptación de éstos. En la industria de postnegociación de valores, las decisiones, los esfuerzos y la carga económica de la integración corresponden a operadores privados en su mayoría.

En general, ninguno de estos ejemplos de integración son directamente aplicables al contexto de las CDV en la UE y, de hecho, la integración del sector requiere una actuación concreta adaptada a su especificidad.

#### 10. La propuesta del Eurosistema: TARGET2-*Securities*

En lo que al modelo de integración se refiere, el Eurosistema ha pasado de confiar en la capacidad del mercado para establecerlo, a tomar una posición claramente intervencionista plasmada en su nuevo proyecto TARGET2-*Securities* (T2S). Tres factores han provocado este cambio de actitud de la autoridad monetaria: la urgencia que existe en Europa por contar con una infraestructura de valores integrada, eficiente y segura para el área euro; la demostrada incapacidad del sector para aportarla en un plazo razonable; y la presión ejercida por el Grupo Euroclear sobre el Eurosistema para que acepte su particular modelo de negocio: un modelo integrado en el que los Bancos Centrales tendrían que delegar al Grupo algunas funciones propias de la banca central, con las consecuencias negativas que tales exigencias podrían suponer para la estabilidad financiera y la neutralidad competitiva.

Así, el pasado 7 de julio, el Eurosistema anunció que estaba evaluando la posibilidad de prestar en la eurozona un nuevo servicio de liquidación de las operaciones con valores, proyecto conocido con el nombre de TARGET2-*Securities* (T2S). Éste consiste básicamente en crear una plataforma paneuropea, que sería operada y poseída por el Eurosistema, y que prestaría servicios de liquidación a las CDV participantes de la zona euro, para todas sus operaciones con valores, domésticas y transfronterizas, denominadas en euros y que liquidaran la pata de efectivo sobre dinero del banco central. Las demás funciones de postnegociación (como las acciones corporativas, las funciones de administración y custodia) continuarían,

<sup>40</sup> ECB Payment Mechanism (EPM).

<sup>41</sup> Todos los sistemas de pagos nacionales, entre ellos el Servicio de Liquidación del Banco de España, SLBE (antiguo Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, STMD), se han tenido que adaptar a las características exigidas por el TARGET para garantizar que los pagos brutos se realicen en tiempo real. Sin embargo, se les ha permitido mantener, en la medida de lo posible, las particularidades propias de cada país.

## RECUADRO 3

## SITUACIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES RESPECTO A LA LIQUIDACIÓN DE VALORES

	Bancos centrales implicados actualmente en la liquidación de valores	Bancos centrales implicados en la liquidación de valores en los últimos 20 años	Bancos centrales no implicados en la liquidación de valores en los últimos 20 años
No Eurozona	Estados Unidos Japón	Inglaterra	
Eurozona	Bélgica Grecia Portugal	Francia España Italia Irlanda Holanda  Finlandia (como el mayor accionista)	Alemania Luxemburgo Austria

FUENTE: BCE.

como hasta ahora, siendo ofrecidas por las CDV<sup>42</sup>, quienes además continuarían siendo las que establecerían relaciones con los intermediarios, inversores y emisores.

Como se puede observar, en este proyecto los bancos centrales estarían directamente implicados en la actividad de liquidación de valores, lo que en realidad no es del todo desconocido para muchos de ellos. Mientras algunos bancos centrales aún desempeñan hoy esta función (por ejemplo en Europa los BCN de Bélgica, Portugal y Grecia y, fuera de Europa la Reserva Federal y el Banco Central de Japón), otros bancos centrales (como el Banco de Francia, España e Italia y el de Inglaterra) la han llevado a cabo hasta hace relativamente poco tiempo (Recuadro 3).

T2S proveería servicios de liquidación para todos aquellos valores con códigos ISIN mantenidos a través de las cuentas de las CDV participantes, incluyendo instrumentos de deuda, acciones, *warrants*, participaciones en fondos de inversión.

Además tal como está diseñado, T2S respondería a un modelo integrado en el que las patas de valores y efecti-

vo de las operaciones serían liquidadas sobre una misma plataforma técnica. Para ello, sería necesario que las Centrales Depositarias de Valores (CDV) delegaran en la plataforma paneuropea de T2S la función de liquidación que hoy realizan para sus clientes, lo que requeriría que T2S se interrelacionara con las CDV. Del mismo modo, para liquidar las patas de efectivo de las distintas operaciones sería necesaria una interacción entre T2S y TARGET2. En efecto, las cuentas de efectivo de los Bancos Centrales (TARGET2), en la parte del saldo dedicada a la liquidación de las operaciones con valores (*dedicated sub-cash accounts*), se replicarían en la máquina de liquidación de T2S, y sería en ésta donde finalmente se liquidarían ambas patas de las operaciones conforme al principio de entrega contra pago, de forma bruta y en tiempo real (modelo de liquidación DVP 1 con mecanismos de optimización operando continuamente). Ello requeriría que al comienzo del día de negocio, las CDV participantes en el proyecto transfirieran las posiciones en valores de las cuentas de valores de sus clientes a T2S. Durante las horas operativas, tendría lugar sobre la plataforma de T2S la liquidación bruta en tiempo real en dinero de banco central. Además, durante estas horas, los participantes en las CDV podrían ingresar o retirar liquidez de las subcuentas de efectivo usando los procedi-

<sup>42</sup> El Eurosistema no tienen la intención de abrir directamente cuenta de valores a los usuarios pues esta actividad permanecerá en las CDV.

mientos de liquidación de TARGET2. Al final del día, las CDV recibirían de vuelta las posiciones de valores de sus clientes, las cuales les permitirían realizar el resto de las funciones de postnegociación (custodia, servicio de activos, etcétera). Del mismo modo, al final del día toda la liquidez de los participantes en las subcuentas de efectivo retornaría a sus cuentas de efectivo en TARGET2, para que se pudieran llevar a cabo los procesamientos de efectivo de fin de día.

Como ventajas de T2S, el Eurosistema ha señalado las siguientes:

— Permitiría alcanzar un importante ahorro de costes gracias a la mayor eficiencia y armonización técnica que entrañaría. El proyecto permitiría establecer una única interfaz entre el Eurosistema y el mercado, y también permitiría aprovechar las sinergias potenciales con otros sistemas operados por el Eurosistema, en particular con TARGET2 y con el mecanismo para el uso transfronterizo del colateral en las operaciones de crédito del Eurosistema (MCBC). Además, como todas las CDV operarían sobre la misma máquina de liquidación, que liquidaría de forma bruta y en tiempo real, los valores y el dinero del banco central podrían reutilizarse más rápidamente por los participantes. Con T2S, toda transferencia de valores de un participante en una CDV a otro participante en otra CDV podría hacerse simultáneamente con los movimientos de efectivo. Esto eliminaría el complejo y arriesgado proceso de tener que reservar los valores y esperar a que fueran hechos los pagos de efectivo para que la operación fuera firme. Por tanto, según el Eurosistema, con T2S la liquidación de las operaciones transfronterizas podría ser tan eficiente como la liquidación de las operaciones domésticas.

— El Eurosistema considera que con T2S la competencia entre las CDV se vería potenciada, ya que todas las CDV liquidarían sobre la misma plataforma y ofrecerían servicios de custodia, servicios de activos, etcétera a sus clientes de forma descentralizada. La capacidad de cualquier entidad de ofrecer servicios de liquidación de valores en dinero del banco comercial no se vería alterada.

— Se vería facilitada la gestión transfronteriza del colateral y de la liquidez. Con T2S las CDV se verán incentivadas a ofrecer a sus participantes la oportunidad de centralizar sus tenencias de valores en un único lugar<sup>43</sup>. También el Eurosistema y sus contrapartidas se beneficiarían de la mayor eficiencia en la aportación del colateral para sus operaciones de crédito y se podría establecer una nueva generación de procedimientos de manejo del colateral por el Eurosistema.

— Los emisores podrían acceder potencialmente a un mayor número de inversores, mientras operan con la misma CDV que actualmente.

Por otro lado, en este proyecto es de valorar la forma abierta y transparente en la que está trabajando el Eurosistema. El 19 de julio de 2006, el BCE reunió en Fráncfort a representantes de la industria de postnegociación y de los Bancos Centrales para intentar explicar a los primeros el contenido de su proyecto, aunque declaró que muchas cuestiones del proyecto estaban aún por determinar y que se llevaría a cabo un proceso informal de consulta con el mercado. En este sentido, el 10 de agosto de 2006 el BCE emitió un cuestionario sobre la posible estructura del nuevo servicio, invitando a que las partes interesadas emitieran sus respuestas antes del 11 de septiembre.

La consulta al mercado sobre T2S versó sobre las siguientes cuestiones:

— Alcance de activos, es decir si el proyecto cubrirá todo tipo de valores.

— Alcance de los servicios, es decir, si T2S ofrecería servicios como el case, el préstamo de valores o a la gestión del colateral.

— Frecuencia en la liquidación. Es decir, si además de la liquidación en tiempo real con mecanismos de optimización y autocolateralización, también debería ofrecer la posibilidad de liquidar en lotes.

— Estructura de cuenta: Esto es, cuál sería la estructura de cuenta más viable para T2S.

<sup>43</sup> Aunque esto dependerá de la disponibilidad de las CDV para mantener valores emitidos en otras CDV.

— Comunicación: Es decir, qué papel jugarían las CDV en lo que respecta al envío de las instrucciones de liquidación desde los participantes en las CDV hacia T2S.

— Viabilidad de la separación de las funciones de custodia y liquidación: Es decir, si existe cualquier obstáculo legal o de otro tipo que impida separar la entidad que provee los servicios de custodia (CDV) de la que provee los servicios de liquidación (T2S).

— Plazo para su puesta en funcionamiento.

Se recibieron respuestas de CDV de 13 mercados nacionales, de las dos CDVIs, de dos asociaciones bancarias europeas y de varias entidades de contrapartida central y bolsas de valores. El BCE ha publicado las respuestas autorizadas en su página *web* y de ellas se desprende cuál ha sido la reacción del sector frente a este nuevo proyecto. Por un lado, han reaccionado muy positivamente tanto la comunidad bancaria como algunas instituciones financieras de fuera del área euro que han visto en este proyecto un modo de acceder más fácilmente a los mercados del área euro. Por otro lado, la reacción de las CDV frente a T2S ha sido más escéptica, lo que es lógico teniendo en cuenta que el proyecto les exige la delegación de una de sus funciones centrales y, por tanto, la renuncia a una de sus principales fuentes de ingresos. Las CDV se quejaron en general de que dicha propuesta está insuficientemente especificada y pidieron una mayor información para poder definir su posición. No obstante, algunas de las críticas más destacadas al proyecto T2S han sido las siguientes:

— En primer lugar, algunos critican que con T2S, el Eurosistema eliminaría la competencia en el campo de la liquidación de valores y crearía un verdadero monopolio público para la liquidación, cuando la Comisión lo que pretende es precisamente lo contrario: potenciar la competencia en el ámbito de la liquidación.

— Otros han criticado el conflicto que supondría la reunión en los Bancos Centrales de la doble condición de vigilantes y operadores del sistema.

— También hay quienes han criticado las dificultades e ineficiencias que se derivarían de la separación de las funciones de liquidación y la custodia.

— Otros temen que T2S sea sólo un primer paso hacia la asunción de más funciones propias de las CDV por el BCE. El Eurosistema podría estar intentando competir con el sector privado en la prestación de estos servicios. Y así, existe el peligro de que el BCE pase de ser suministrador de servicios subcontratados a ser una auténtica CDV capaz de reemplazar a las demás CDV de la Eurozona.

— Hay quienes critican la falta de claridad sobre si será un modelo voluntario u obligatorio, y si fuera voluntario, tampoco se ha indicado si existirá un mecanismo alternativo para que aquellas CDV que no deseen adherirse a T2S puedan liquidar sus operaciones en dinero del banco central.

— También se ha criticado que T2S provocaría la fragmentación de la liquidación por monedas, es decir, provocaría una fragmentación entre los sistemas de liquidación de la zona euro y los sistemas de fuera de la zona euro, eliminando la capacidad de algunas CDV de proveer servicios multimoneda<sup>44</sup> (como Euroclear y la CDV nórdica).

— Sobre el alcance de los activos, se ha indicado que si T2S no liquidara todo tipo de activos existiría una fragmentación de las plataformas por tipo de activos. Y por otro lado, que en el caso de que T2S liquidara todo tipo de activo, sería necesario que el BCE manejara dos plataformas, una para la renta fija y otra para la renta variable, dadas las considerables diferencias técnicas que existen entre la liquidación de ambos activos.

— Finalmente, hay quienes consideran que, aunque exista un fallo de mercado que precise algún tipo de intervención pública, la propuesta del Eurosistema es desproporcionada.

El BCE celebró otras reuniones con el mercado a finales de septiembre y a mediados de diciembre de 2006. En esta última reunión, y gracias a las reuniones previas

---

<sup>44</sup> A esta crítica el Eurosistema ha respondido que él sólo es responsable de la moneda euro, y que si bien sería técnicamente factible incluir otras monedas en el proyecto T2S, habría que respetar la decisión de los bancos centrales emisores de aquellas otras monedas.

que ha mantenido con el mercado, el Eurosistema ha podido definir de forma más explícita alguna de las características técnicas de su nuevo proyecto (alcance de los servicios y activos, conectividad, arquitectura funcional, etcétera) las cuales aparecerán recogidas en un documento (*Blueprint*) que se está preparando en estos momentos. Está prevista otra nueva reunión con el mercado para el 15 de enero de 2007. A pesar del entusiasmo del Eurosistema en este proyecto, aún no es definitivo que se ponga en funcionamiento, y de hecho su lanzamiento está pendiente de un estudio de viabilidad que será entregado por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación al Consejo de Gobierno del BCE en febrero de 2007. Sobre esta base el Consejo de Gobierno decidirá si lanzar o no el proyecto T2S y en tal caso se iniciaría un proceso de consulta formal con el mercado hacia primavera de este año.

Desde un principio, la Comisión Europea ha manifestado su claro apoyo al proyecto del Eurosistema. Ambas autoridades europeas parecen estar de acuerdo en que el Código de Conducta y T2S son medidas complementarias que se refuerzan una a la otra. Puede ser que así sea, pero lo que es evidente es que ambas afrontan el objetivo de integración del sector desde dos ópticas distintas y contrapuestas: el apoyo a la iniciativa privada y la intervención pública.

La actitud del Parlamento Europeo respecto a T2S ha sido más escéptica que la de la Comisión Europea. Por un lado, ha avisado del conflicto que podría surgir por reunirse en el Eurosistema el doble papel como supervisor y como participante del mercado. Además, ha desconfiado de que el BCE no tenga la intención de competir con las CDV privadas en la prestación de servicios de postnegociación. Finalmente, y si bien en la Resolución sobre el Informe Anual del BCE de 2005, el Parlamento, ha reconocido que en una fase inicial puede ser aconsejable el gobierno de la infraestructura paneuropea por el BCE, no ha declarado explícitamente su apoyo a que ésta sea mantenida indefinidamente. La actitud del Parlamento frente a T2S preocupa al Eurosistema, ya que si bien los diputados del Parlamento no tienen poderes

formales sobre el BCE, su hostilidad sí podría dificultarle llevar a cabo sus planes.

El Consejo de Asuntos Económicos y Financieros (ECOFIN), también desea implicarse en el debate sobre la idoneidad de T2S para el contexto europeo. Con este fin, en su reunión del 28 de noviembre encargó al Comité de Servicios Financieros que preparara un informe sobre el proyecto T2S, el cual ha sido discutido por los ministros en la reunión del 30 de enero de 2007.

## 11. Conclusiones

1. Definitivamente, para que el proceso de integración sea coherente, los avances en la regulación armonizada del sector deben avanzar de forma paralela a los avances sobre la determinación del modelo y de forma paralela a la eliminación de las barreras identificadas en el informe Giovannini. Aún no es el momento de regular por medio de una Directiva un sector como el de la postnegociación que no ha alcanzado una configuración definitiva, que se muestra de forma tan dispar y heterogénea en los distintos Estados miembros y que aún está afectado por una serie de barreras técnicas, legales y fiscales para la integración. La decisión de la Comisión Europea de aceptar un Código de Conducta ha sido acertada, ya que emitir una Directiva en la actualidad, implicaría el riesgo de incurrir en contradicciones e inconsistencias o en determinaciones excesivas o incorrectas que podrían acabar obstruyendo el proceso de integración y el establecimiento del modelo más idóneo para las CDV europeas. Así lo reflejan las palabras del Comisario Charlie Mc Creedy (Mc Creedy, 2006): «Si la Comisión hubiera propuesto cualquier clase de medida regulatoria, se podría estar retrasando o incluso bloqueando el proceso de reestructuración ya en marcha, posiblemente durante años. Una regulación ahora sería una distracción para los participantes del mercado y podría llevar a un resultado menos óptimo que si se dejaran las cosas desarrollarse y entonces se valorara qué es necesario en la UE.» Además, el Código de Conducta representa un medio más flexible y rápido para con-

seguir resultados que la emisión y transposición de una Directiva, la cual podría tardar hasta cinco años. Hay que añadir que, la decisión comunitaria de no emitir una Directiva no es sorprendente, en cuanto que supone una continuidad con la postura tradicional de la Comisión Europea de favorecer soluciones conducidas por la industria.

No obstante, una autorregulación (a través de un Código de Conducta voluntario) no puede sustituir totalmente a una regulación más firme, por lo que probablemente sea necesario emitir una Directiva en el futuro, cuando se haya avanzado en el proceso de integración, y en la armonización y ordenación del sector por medio de esta autorregulación.

El contenido del Código de Conducta es acertado en tanto en cuanto que no es sino una declaración formal de las buenas intenciones del sector por realizar avances. Igualmente ha sido muy positivo el hecho de establecer un calendario exigente para el cumplimiento de los distintos objetivos del Código. El alcance del Código deberá extenderse lo antes posible para que cubra no sólo las acciones sino también otros tipos de instrumentos financieros. No obstante, el punto clave del Código no está tanto en su contenido como en su implementación y en el control de dicha implementación. Hasta que no lleguen los plazos límites establecidos para los distintos objetivos, no podremos saber si realmente la iniciativa de autorregulación ha sido un éxito. En cualquier caso, la Comisión debe estar preparada para reaccionar con agilidad y tomar nuevas decisiones en función de la marcha de los acontecimientos.

2. La Comisión al no emitir la Directiva ha dejado el camino libre al SEBC-CREV para que lo regulen con mayor libertad en base a unos estándares que, aunque voluntarios en la teoría, serán obligatorios en la práctica. Si bien en teoría el SEBC-CREV buscará establecer un marco regulatorio y supervisor, existe cierto solapamiento entre las materias que regulan los estándares y los aspectos que regularía una Directiva. Por tanto, existe el peligro de que algunos de estos estándares puedan ocasionar los mismos perjuicios que ocasiona-

ría la Directiva en este momento: podría perjudicar el proceso de reestructuración ya en marcha en la industria y podría afectar a la posición competitiva de algunos proveedores de servicios de postnegociación. No obstante, aún no está claro si estos estándares serán congelados indefinidamente ante la falta de acuerdo en el seno del mismo en cuanto al contenido y alcance de algunos de estos estándares.

3. Respecto a la actitud de la Comisión sobre el modelo de integración, existe una contradicción entre la postura liberal de la Comisión de no aceptar la existencia de un fallo de mercado y de no imponer un modelo (por considerar que la industria es la mejor capacitada para establecerlo) y su actitud de apoyo a una iniciativa tan *intervencionista* como es la del Eurosistema (T2S). Esta iniciativa requeriría incluir en (o en algunos casos devolver al) el ámbito público una actividad privada (o anteriormente privatizada) como es la liquidación. Con su apoyo al Eurosistema, podría parecer que la Comisión no confía tanto como manifiesta en la capacidad del mercado. Por otro lado, si el papel de la Comisión es el de guardián de la competencia, debería analizar si los requerimientos de T2S podrían suponer cierta distorsión de la igualdad competitiva de los distintos proveedores (*level playing field*), en tanto que perjudica el negocio de las CDV. Por otro lado, tampoco se puede saber con seguridad aún si T2S será todo lo eficiente que requiere el mercado europeo para competir internacionalmente. Esto dependerá del alcance de activos y servicios con que finalmente se diseñe y de otras características aún no decididas. En conclusión, llama la atención que la Comisión haya apoyado tan abiertamente y desde una fase tan temprana un proyecto como T2S, cuyas ventajas en eficiencia están aún por demostrar, cuyas características están en parte por determinar y en cualquier caso, cuya configuración afectaría al negocio de las Centrales Depositarias.

Con T2S parece como si se estuviera tratando de replicar en la UE la estructura existente en Estados Unidos, donde conviven dos CDV: Depository Trust

Company y Fedwire Securities, estando este último localizado en la Reserva Federal y funcionando operativamente como un sistema integrado DvP 1, que realiza funciones de custodia y liquidación para los valores del Gobierno americano. La situación en Europa y en Estados Unidos no es comparable pues, por ejemplo, Fedwire-Securities es una auténtica CDV y no admite como participantes a los *brokers* (sociedades de valores) sino únicamente a los bancos, por lo que una parte importante de las operaciones con valores del Gobierno, e incluso de las operaciones de política monetaria americanas, se tienen que liquidar en los registros de dos grandes bancos privados de liquidación (BONY y el Chase Manhattan Bank) y no en esta CDV de la Reserva Federal. Los acontecimientos del 11 de septiembre mostraron la vulnerabilidad del sistema americano y la gran concentración de riesgo en estos grandes agentes liquidadores. El otro sistema de liquidación americano (DTC) es un sistema interconectado bruto en valores y neto en efectivo (DvP 2 según la clasificación del BIS) que se dedica mayoritariamente a las funciones de liquidación y custodia de valores de renta variable y fija privada.

Finalmente señalar que a pesar de la oposición inicial de la industria de las CDV a la iniciativa del Eurosistema, no se debería descartar que el proyecto TARGET2-*Securities* acabe imponiéndose. La justificación estaría en que, por un lado, existe un fallo del mercado que está impidiendo al sector integrarse y esta iniciativa permitiría superar dicho fallo. Y por otro lado, en la actualidad el otro gran proyecto es el del Grupo Euroclear, el cual podría acabar absorbiendo a todas las CDV europeas. Para las CDV de la UE, entre la opción de caer en manos de un competidor del mercado como es Euroclear o dejar que el Eurosistema asuma una de sus funciones centrales (pero manteniendo otras funciones de postnegociación y sobre todo su independencia), es probable que buena parte de las CDV prefieran esta última opción. Además, una posible ventaja para ellas es que el Eurosistema sería quien afrontaría los costes de crear la nueva plataforma paneuropea.

## Referencias bibliográficas

- [1] ADAM MANAGEMENT CONSULTANCY LTD. (2002): *Blue Print for the Cross Border Equities Business: Central Securities Settlement Institution CSSI*, octubre.
- [2] BNP PARIBAS (2004): *Contribution to the ESCB-CESR Revised Draft Standards on Clearing and Settlement*, junio, páginas 18.
- [3] COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEA (2004): *Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo: Compensación y liquidación en la Unión Europea- El camino a seguir*, Bruselas, COM (2004) 312 final.
- [4] CPSS (2000): *A Glossary of Terms Used in Payments and Settlement Systems*, BIS, diciembre.
- [5] CRUICKSHANK (2001): «Clearing and Settlement / The Barrier to a Pan-European Capital Market», *International Finance*, páginas 321-333.
- [6] DEUTSCHE BANK (2003): *Clearing and Settlement in the EU: Structures and Policy Options*, Deutsche Bank Research, Frankfurt Voice, enero, páginas 2-12.
- [7] DIANA Y. C. (2004): «Central Collateral Manager: Concept Paper for a Replacement of the CCBM», Citigroup, documento presentado en la reunión del COGESI de 10 de noviembre.
- [8] ECB (2004): *Communication on Clearing and Settlement. The Eurosystem's Response*, julio, páginas 4.
- [9] ECB (2004): *The Use of Central Bank Money for Settling Securities Transactions*, mayo, Fráncfurt.
- [10] ECB (2005): *Financial Stability Review*, junio, páginas 107, Fráncfurt.
- [11] EUROCLEAR (1999): *The Hub and Spokes Clearance and Settlement Model*, mayo, Bruselas.
- [12] EUROCLEAR (2003): «*Business Plan for Systems Consolidation*», noviembre, Bruselas.
- [13] EUROCLEAR (2003): *The Single Settlement Engine (2005) and subsequent Business Model deliverables*, junio, Bruselas.
- [14] EUROCLEAR (2004): *Common Communication Interface*, CCI Consultation Paper version 1.0, junio.
- [15] EUROCLEAR (2004): *Consultation Paper: Harmonisation Preliminary Proposals*, junio, páginas 34-36, Bruselas.
- [16] EUROPEAN COMMISSION (2006): *Clearing and Settlement: Competition and Internal Market Commissioners will Act Unless There Is Further Action from Industry*, Press Releases, Bruselas, referencia IP/06/273, marzo.
- [17] EUROPEAN COMMISSION (2006): «Draft Working Document on Post-trading», mayo, Bruselas.
- [18] FESE-EACH-ECSDA (2006): «European Code of Conduct for Clearing and Settlement», noviembre.
- [19] FRENCH ASSOCIATION OF INVESTMENT FIRMS (AFEI), ITALIAN ASSOCIATION OF FINANCIAL INTERMEDIARIES (ASSOSIM), FRENCH BANKING FEDERATION

(FBF), LONDON INVESTMENT BANKING ASSOCIATION (LIBA) (2006): «Post-trading in Europe: Calls for Consolidation», febrero.

[20] GIOVANNINI GROUP (2001): *Cross-border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, noviembre, Bruselas.

[21] GIOVANNINI GROUP (2003): *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, abril, Bruselas.

[22] GODEFFROY, J. M. (2003): Director General Payment Systems of the ECB, Discussion Panel «Internalisation and Consolidation of Settlement of Payments and Securities Transactions» at the *Global Conference on Private and Public Sector Challenges in the Payment System*, junio, Fráncfurt.

[23] GODEFFROY, J. M. (2006): *Ten Frequently Asked Questions About TARGET2-Securities*, speech for the British Bankers Association, Londres, septiembre.

[24] GROUP OF THIRTY (1989): *Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets*.

[25] GUADAMILLAS, M. (2002): «Sistemas de Compensación y Liquidación de Pagos y Valores», *ICE*, número 801, agosto-septiembre, página 10.

[26] LONDON STOCK EXCHANGE (2002): *The Problem of Clearing and Settlement in Europe-Response to the Giovannini Report*, febrero, Londres.

[27] MCCREEVY, CH. (2006): «Clearing and Settlement: The way forward», speech for the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament, Bruselas, julio.

[28] NUÑEZ, S. (2000): «Los Sistemas de Pago y el euro», *ICE*, número 784, marzo-abril, páginas 46.

[29] ORTEGA, R. (2002): «Compensación y Liquidación en Europa: entre el tópico y la confusión», *Cuadernos de Información Económica*, número 166, enero-febrero.

[30] PADOA-SCHIOPPA, T. (2001): «Clearing and Settlement of Securities: A European Perspective», speech at the Symposium of the Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main, septiembre.

[31] RUSSO, D.; HART, T.; MALAGUTI, M. C. y PAPATHANASSIOU, C. (2004): «Governance of Securities, Clearing and Settlement Systems», *Occasional Paper Series of the ECB*, número 21, octubre, Fráncfurt.

[32] SCHMIEDEL, H. y SCHÖNENBERG, A. (2005): «Integration of Securities Market Infrastructures in the Euro Area», *Occasional Paper Series*, número 33, julio, página 13.

[33] STARK, M. y LINTON, E. (2004): «The Direct Cost of Clearing and Settlement: An EU-US Comparison», *NERA Economic Consulting*, junio.

[34] THORSTEN, V. K. y MONNET, C. (2004): «Guess What: It's the Settlements!», *Working Paper Series*, número 375, julio.

[35] US SEC (1975): «An Analysis of the Current Costs of Clearing and Settling Securities Transactions and Costs Implications of the Development of a Unified National System», Study for U.S. SEC by R. Shriver Associates, abril, SEC contract SE990, páginas 101-104.