

# IMPLICACIONES DEL MERCADO UNICO DE VALORES SOBRE EL SERVICIO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES

Raimundo Ortega Fernández  
Agustín Márquez Dorsch

## I. FUNCIONAMIENTO ACTUAL DEL SERVICIO

### 1. Referencias previas

La Ley del Mercado de Valores, en su artículo 54, atribuye al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores las funciones de llevanza del registro de anotación en cuenta de los valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores y de gestión de la compensación y liquidación de las operaciones contratadas en dichos mercados.

Con la aprobación del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, se dio el impulso necesario para que el régimen de representación de los valores en anotación en cuenta pudiese ser llevado a cabo en la práctica. En el Real Decreto mencionado se aborda con detalle el sistema registral de los valores; las funciones principales del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores; el modo en que ha de producirse la transformación de los títulos; los preceptos básicos de la compensación y liquidación de las operaciones bursátiles; los principios de aseguramiento de la liquidación mediante el préstamo, la recompra y las fianzas; el régimen de adhesión al Servicio y las funciones que les corresponden a las entidades adheridas.

El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores se constituyó el 14 de julio de 1992 por transformación de la Sociedad Promotora que le había precedido. Inició sus actividades el 14 de diciembre del mismo año con la transformación en anotaciones en cuenta —y, por tanto, la asunción de las competencias de compensación y liquidación— de diecisiete valores, tanto de renta fija como de renta variable, entre los de mayor volumen y capitalización bursátil. Posteriormente, el 22 de febrero de 1993 fueron transformados en anotaciones el resto de los valores que se encontraban incluidos a efectos de su liquidación en el sistema de fungibilidad, lo que supuso su consolidación como organismo encargado de la liquidación de las operaciones bursátiles.

Desde julio de 1993, en que se transformaron los valores de renta fija que amortizan por sorteo

mediante la incorporación al sistema de un procedimiento de asignación de numeraciones a las referencias de registro que amparan los valores inscritos, todos los valores admitidos a negociación en Bolsa se encuentran representados mediante anotaciones en cuenta. Al término del primer trimestre del año 1994, el valor de mercado de los valores inscritos en el registro de anotación en cuenta del Servicio ascendía a 21,2 billones de pesetas.

También en el terreno de la compensación y liquidación, el nuevo sistema ha traído consigo determinados avances que se añaden a las ventajas de la anotación en cuenta. Así, el 20 de septiembre de 1993, gracias a la mejora progresiva experimentada desde el arranque en la tasa de incumplimientos, se redujo el plazo de liquidación de todos los valores bursátiles desde D + 7 a D + 5, equiparándose de esta manera la liquidación española al ritmo de liquidación más extendido en los mercados internacionales.

Es necesario recordar que tales plazos representan el plazo objetivo o mínimo de liquidación, sobre el que determinadas operaciones pueden retrasarse como resultado de no realizarse la entrega de los valores por parte de la entidad vendedora, a la que se le confiere un plazo de prórroga previo a la recompra que también ha sido reducido desde 15 días naturales a ocho hábiles. Así, en el mes de diciembre del año 1992, cuando el Servicio inició sus actividades, el plazo de liquidación real experimentado fue de 7,83 días, mientras que el promedio observado en el primer semestre del año 1994, tras la reducción del plazo de liquidación y a pesar de los altos volúmenes de liquidación experimentados, fue de 5,22 días. Por tanto, y tomando en consideración exclusivamente los retrasos respecto del plazo objetivo, la eficiencia ganada es de un 73 por 100, que resulta especialmente significativa cuando dicha ganancia se produce simultáneamente con un aumento en la exigencia de los plazos.

El promedio de liquidación diario de operaciones negociadas en Bolsa que se liquidó en el Servicio durante el primer trimestre de 1994 fue de 47.000 millones de pesetas, habiéndose elevado a casi

55.000 millones de pesetas durante el mes de febrero, dando con ello el sistema suficientes muestras de su capacidad de procesar altos volúmenes.

El 20 de diciembre del mismo año se extendió la aplicación del principio de entrega contra pago, ya aplicado a la liquidación de las operaciones realizadas en Bolsa, a los traspasos de valores realizados entre las entidades adheridas, ofreciendo con ello a las operaciones de inversores no residentes una inestimable herramienta con la que reducir espectacularmente los riesgos operativos asociados a nuestro mercado. La introducción en el año 1994 del préstamo de valores centralizado, con el que el Servicio cubre los incumplimientos de las entregas en la liquidación de las ventas, constituye la incorporación al sistema de su última pieza esencial.

La representación universal de los valores bursátiles mediante anotaciones en cuenta, la constitución del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores como organismo encargado de la compensación y liquidación, y la implantación progresiva de las mejoras del sistema aludidas, han permitido dotar de gran homogeneidad, agilidad, seguridad y eficiencia al procedimiento que supone el último eslabón dentro de la negociación efectuada en la Bolsa, dotándose a nuestros mercados de una mayor competitividad y culminando el proceso de reforma iniciado en los mercados de valores españoles con la promulgación de la Ley 24/1988, de 28 de julio.

## 2. Régimen de adhesión de entidades

El capital social del Servicio está participado en un 40 por 100 por las Sociedades Rectoras de las Bolsas y en un 60 por 100 por sus entidades adheridas. Las entidades adheridas que ostentan la condición de miembro de alguna Bolsa y que no forman parte de un grupo al que pertenezcan también entidades adheridas no miembros sólo participan en el capital del Servicio indirectamente a través de las correspondientes Sociedades Rectoras. En ningún caso puede participar directamente en el capital del Servicio más de una entidad adherida que forme parte de un mismo grupo económico. Las participaciones correspondientes a cada uno de los accionistas son revisadas anualmente en función de los respectivos volúmenes de liquidación, haciéndose efectiva de esta forma la incorporación de nuevas entidades y las salidas que procedan.

Conforme a lo establecido en el artículo 76 del Real Decreto 116/92, la condición de entidad adherida la ostentan, por una parte, las Sociedades y Agencias de Valores y Bolsa con carácter obligatorio y, por otra, de forma voluntaria, Bancos, Cajas de Ahorros, la Caja Postal, el Banco de España, la Caja General de Depósitos, entidades oficiales de crédito, Sociedades y Agencias de Valores que no sean miembro de ninguna Bolsa y las entidades ex-

tranjeras que desarrollen funciones similares a las del Servicio.

Para que las entidades puedan obtener la condición de adheridas deberán contar con los sistemas de control y medios técnicos adecuados para atender las funciones que les corresponden. Su mantenimiento queda condicionado a la toma de la correspondiente participación en el capital del Servicio con ocasión del proceso de revisión anual mencionado anteriormente, y al cumplimiento de las normas que apruebe el Servicio para adaptar y optimizar los procesos de liquidación.

Dos son los principios de organización que el Servicio ha puesto en práctica para condicionar la adhesión de las entidades. En primer lugar, la exigencia de contar con medios informáticos que permitan resolver todo intercambio de información con el Servicio mediante transmisiones electrónicas entre ordenadores, facilitando con ello la eliminación de documentos, listados y la presencia física de personal de entidades, así como promoviendo el nivel de automatismo que asegure la mayor eficiencia y seguridad en la liquidación. En segundo lugar, la flexibilidad de que las entidades de menor nivel de recursos puedan aprovecharse, mediante la subcontratación de servicios, de los recursos que otras puedan poner a su disposición.

Con el fin de poder soportar la obligada conexión de las entidades con el Servicio, que se deduce de la aplicación del primer principio referido, se ha constituido una red de comunicaciones que, soportada sobre el protocolo X25, conjuga la opción de acceso a través de la red pública Iberpac con la conexión a través de enlaces punto a punto vía nodos de conmutación puestos a disposición por las Sociedades Rectoras de las Bolsas. Las cuatro Sociedades Rectoras están conectadas entre sí y garantizan el acceso al Servicio de las entidades a ellas conectadas, tanto a través de líneas directas como de la propia red Iberpac que es utilizada como respaldo de las primeras. Cualquiera entidad, por tanto, puede elegir entre acceder al Servicio directamente a través de la red pública o indirectamente a través de enlaces punto a punto que la unan con alguna de las Sociedades Rectoras.

Con el nivel de interconexión conseguido podemos llegar a calificar de deslocalizado al actual sistema de liquidación, resolviéndose de igual modo la liquidación de las operaciones contratadas con cualquiera de las cuatro Bolsas españolas, y quedando en igualdad de condiciones para liquidar cualquiera de las entidades adheridas al Servicio, con independencia de su ubicación geográfica.

Por otra parte, y con el fin de facilitar la adhesión de las entidades al Servicio, evitando establecer elevadas exigencias en materia de inversión en equipos o desarrollos informáticos que pudieran crear discriminación entre entidades, se ofrecen en los contratos de adhesión diferentes modalidades

de participación en el régimen de adhesión al Servicio.

Conforme a dichas opciones, una entidad puede autorizar a otra entidad adherida para que realice la llevanza de su registro de anotaciones por cuenta de aquélla. En tal caso, la entidad que autoriza a una tercera no se exime de sus responsabilidades frente al Servicio ni frente a terceros, constituyéndose a pesar de la mencionada autorización en entidad adherida del Servicio pero liberándose de los costes fijos que exige contar con los medios técnicos necesarios, a cambio de los correspondientes costes variables de subcontratación de un servicio.

También la liquidación de efectivos puede ser domiciliada sobre la cuenta de tesorería de otra entidad adherida, siendo dicha opción especialmente útil en aquellos casos en los que la entidad no dispone de cuenta de tesorería propia en el Banco de España, o cuando, en cualquier caso, la domiciliación en su entidad tesorera habitual le comporta otros beneficios o menores costes.

### 3. Naturaleza del registro

Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta se constituyen como tales en virtud de su inscripción en el registro de anotación en cuenta. De conformidad con el artículo 12 del Real Decreto 116/92, la transmisión de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta tiene lugar por transferencia contable, produciendo la inscripción de la transmisión a favor del adquirente los mismos efectos que la tradición de los títulos y siendo dicha transmisión oponible a terceros desde el momento en que se hubiera practicado la inscripción.

Por todo ello, la inscripción en el registro cumple a la vez dos funciones: la de culminar, mediante la tradición, la transferencia de propiedad sobre el valor como resultado de la contratación; y la de legitimar como titular frente a terceros a quien figura inscrito en el registro.

La concepción legal del registro, por la que es legítimo propietario de los valores quien en él figure inscrito, en combinación con la falta de reconocimiento de la fiducia en nuestro ordenamiento legal, impide contemplar la existencia de titularidades interpuestas entre el titular final propietario de los valores y el registro, a diferencia de la práctica anglosajona de uso de *nominees*, tan extendida en los mercados internacionales de valores. De hecho, dicha condición de nuestro registro provoca un cierto distanciamiento entre el registro de anotación en cuenta y el tráfico real de los valores entre no residentes. Cada vez es mayor el porcentaje de las transmisiones sobre valores españoles que ocurren fuera de nuestros mercados y que resultan ignoradas a efectos registrales por no dar lugar a inscrip-

ción alguna en nuestro registro ni entenderse la titularidad inicial de los valores representativa de la de terceros.

### 4. Estructura del registro

El registro de anotación en cuenta de los valores bursátiles está estructurado en forma de un registro central, a cargo del Servicio, en el que se recogen los saldos de valores agregados por cada una de las entidades adheridas, y un registro de detalle, a cargo de estas últimas, en el que los valores quedan anotados a nombre de cada titular.

El registro central del Servicio mantiene por cada combinación de clase de valor y entidad adherida una serie de cuentas que recogen diferentes estados de anotación de los valores, cuya diferenciación resulta necesaria para el control de su grado de disponibilidad y el ejercicio de sus derechos, y que en conjunto representan la posición de la entidad en tal clase de valor. El Servicio debe velar porque dichas cuentas, en su conjunto, cubran íntegramente toda la emisión, dando seguridad de que el sistema se encuentra permanentemente cuadrado.

Junto con las cuentas de valores, el sistema lleva también un registro histórico de operaciones y movimientos sobre cuentas.

Las operaciones quedan siempre numeradas, comunicando el Servicio dicha numeración a sus entidades adheridas y debiendo éstas archivarlas con el fin de facilitar el intercambio posterior de información referido a dichas operaciones, así como la resolución de cualesquiera incidencias o reclamaciones. El número de operación tiene una estructura única de 15 dígitos, y en los casos de operaciones bursátiles es generado por las propias Sociedades Rectoras por ser en éstas donde se origina la operación.

Cuando, como resultado de una operación de compra, un cambio de titularidad de otro tipo o una inclusión, se aportan valores a un nuevo titular, el número de operación se constituye en lo que se denomina Referencia de Registro o RR. Dicha RR queda dada de alta en el registro, debiendo ser presentada por la entidad adherida cuando, con motivo de una operación de venta, cambio de titularidad o exclusión, se produzca la cancelación de los valores de su titularidad original. Con el mantenimiento de dichas RRs y su régimen de actualización, se pretende reforzar el sincronismo entre los registros central y de detalle, evitando, de esta forma, dar curso a la liquidación de ventas contra el saldo global de una entidad mientras ésta no consiga identificar su titular original y los valores objeto de la venta.

El diseño técnico del sistema, con el recurso a dichas referencias de registro, pretende ofrecer las necesarias garantías de que, no sólo se encuentra

cuadrada cada una de las emisiones inscritas en el registro mediante un control de las posiciones agregadas de las entidades, sino que el depósito de los valores en las entidades adheridas es de naturaleza regular, al evitarse, mediante el procedimiento llamado de justificación de ventas, la cancelación de valores en las cuentas de las entidades sin la previa identificación por ésta de la cuenta del cliente sobre la que deben simultáneamente darse de baja la misma cantidad de valores.

## 5. La liquidación y sus riesgos

La liquidación de las operaciones de compraventa negociadas en el mercado tiene lugar, en todos los casos, cinco días hábiles después de la fecha de contratación. El Servicio practica dicha liquidación a sus entidades adheridas mediante compensación multilateral de cargos y abonos a través de las cuentas de tesorería que éstas mantienen en el Banco de España.

De conformidad con lo establecido en los artículos 55 y 56 del Real Decreto 116/92, la liquidación se rige por los principios generales de compensación multilateral, universalidad, entrega contra pago, objetivación de la fecha de liquidación, aseguramiento de la entrega y neutralidad financiera.

El riesgo de incumplimiento por falta de entrega de valores en la fecha de liquidación convenida, es cubierto por el Servicio mediante recurso al préstamo de valores, tomando para ello valores prestados en D+5 por el volumen necesario para resolver las compras desatendidas por la falta de entrega de los valores vendidos. Las ventas pueden de esta manera quedar en situación de vencidas pendientes de liquidar hasta un máximo de ocho días hábiles adicionales, al término de los cuales, de persistir el incumplimiento de la entrega, el Servicio las resuelve mediante recompras de los valores en el mercado.

El incumplimiento de pago en las compras es resuelto en el momento por el Servicio mediante recurso a una línea de crédito abierta con esta finalidad con entidades de crédito de primera fila, con el fin de no impedir el abono de los efectivos a los vendedores. De continuar el impago, el Servicio puede resolver el perjuicio ocasionado mediante la venta de los valores impagados en el mercado, ya que al no haberse producido la liquidación de la compra tampoco se ha resuelto la inscripción definitiva de los valores en el registro a nombre del ordenante de la operación.

Conforme a los procedimientos de resolución de los incumplimientos descritos, el Servicio queda expuesto al riesgo de precios derivado de la recompra o venta de valores en el mercado. Es, precisamente, para cubrir dichos riesgos que se dispone de un mecanismo de fianzas cuyos importes se revisan

trimestralmente por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, atendiendo a la información estadística de volúmenes liquidados por cada entidad. Dichas fianzas son colectivas, respondiendo la de cada entidad por sus propios incumplimientos y por los de las demás, en el caso de resultar insuficientes las fianzas de éstas.

## II. IMPLICACIONES DE LA DIRECTIVA DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

### 1. La custodia de valores

La Directiva de Servicios de Inversión (DSI) distingue en sus definiciones a los llamados *servicios de inversión*, recogidos en la sección A de su anexo, de los *servicios auxiliares* recogidos en la sección C. Sólo se consideran *empresas de inversión*, a los efectos de lo establecido en la DSI, aquellas *personas jurídicas cuya profesión o actividad habituales consisten en prestar cualquier servicio de inversión de carácter profesional a terceros*, debiéndose entender, por tanto, que no tienen consideración de tales aquéllas que tan sólo ejerzan alguna de las actividades llamadas auxiliares.

Es, precisamente, entre los servicios auxiliares donde se incluye la custodia y administración de valores, reservándose la categoría de servicios principales de inversión a la recepción, transmisión y ejecución de órdenes, a la gestión de carteras de inversión y al aseguramiento y colocación de emisiones.

En el artículo 3.º de la DSI, se establece que la autorización a las empresas de inversión para realizar los servicios de inversión corresponde al llamado *Estado miembro de origen*, es decir, aquél en el que tenga su domicilio social o administración social la empresa. Conforme a lo que más adelante se establece en el artículo 14, con el que se abre el Título V relativo a las *libertades de establecimiento y de prestación de servicios*, dicha autorización otorgada por el Estado miembro de origen de la entidad faculta a ésta para prestar aquellos servicios de inversión para los que se le ha autorizado en todos los demás Estados miembros. Sin embargo, en el mismo artículo 3.º se afirma que *en ningún caso podrá concederse la autorización, en el sentido de la presente Directiva, para servicios que sólo figuren en la sección C del Anexo*.

De todo ello puede deducirse que la custodia de valores no es uno de los servicios principales sobre los que la DSI pretenda garantizar la libertad de establecimiento que se desprende de la autorización por el Estado de origen, o lo que coloquialmente se ha llamado «pasaporte europeo». Por el contrario, cuando una entidad esté autorizada por su Estado de origen a desempeñar la actividad de custodia de valores sin estar a la vez autorizada a

realizar ninguno de los llamados servicios de inversión y, por tanto, siendo dicha autorización distinta de la referida en la DSI, no tendrá el derecho a realizar la misma actividad en el resto de los países, de la misma forma que tampoco el resto de los estados quedarán obligados a aceptarle en su territorio.

Sin embargo, los servicios llamados auxiliares y, por tanto, la custodia de valores, sí pasan a formar parte de las actividades autorizadas por los Estados miembros de origen que deben necesariamente ser respetadas por el resto de los Estados, cuando dicha autorización hubiera sido ofrecida a una empresa de inversión junto con alguna de las actividades principales consideradas en la mencionada sección A del anexo de la DSI como servicios de inversión.

En resumen, aquellos Estados a los que la DSI se refiere como *de acogida* están obligados a permitir el desarrollo de la actividad de custodia de valores en su territorio a todas aquellas empresas que, siendo catalogadas como empresas de inversión, hubieran sido autorizadas por otro Estado, el de origen, a llevar a cabo dicha actividad junto con alguna otra de las consideradas principales; pero no están obligados a permitir la realización de la misma actividad a cualesquiera otras empresas que no hubieran sido autorizadas en origen a desempeñar ninguna de tales actividades principales, aun cuando sí lo hubieran sido para la actividad concreta de custodia.

## 2. Adhesión de nuevas entidades al Servicio

De la misma forma que todo Estado miembro de acogida está obligado a permitir la realización de los servicios de inversión en su territorio a toda empresa de inversión autorizada por su Estado de origen, también debe velar, conforme a lo establecido en el artículo 15 de la DSI, para que dichas empresas de inversión puedan tener acceso o hacerse miembros de sus mercados regulados, así como de los sistemas de compensación y liquidación. En el mismo artículo, sin embargo, se establece que dicho acceso estará supeditado al cumplimiento de las normas del mercado y a las normas y procedimientos de los sistemas de compensación y liquidación, de tal manera que dicho acceso no resulta inmediato y tan sólo resulta imprescindible que en la aplicación de tales normas de acceso no pueda una entidad verse discriminada con respecto a las entidades locales.

El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores deberá, por todo ello, aceptar como entidades adheridas suyas a los siguientes colectivos de entidades:

— Los miembros de las Bolsas españolas, una vez hubieran cumplido para acceder a su calidad de miembros de mercado con determinadas condiciones objetivas, debiendo estar en igualdad de condiciones para ello las entidades de inversión autoriza-

das por otros Estados que las actuales sociedades y agencias de valores españolas.

— Otras empresas de inversión autorizadas por sus respectivos Estados de origen que no deseen constituirse en miembros de nuestro mercado pero sí de nuestro sistema de compensación y liquidación, quedando su adhesión condicionada al cumplimiento de las disposiciones establecidas en el Real Decreto 116/92 y normas emitidas por el propio Servicio.

— Los bancos, cajas de ahorros y otras entidades de crédito, entre las que igualmente deberán aceptarse, en igualdad de condiciones, a entidades de crédito que procedan de otros países comunitarios, en virtud en este caso de la Directiva de Coordinación Bancaria.

— Otros depositarios centrales de otros países de la Unión Europea que desempeñen funciones similares a las del Servicio, conforme a lo ya establecido en el Real Decreto 116/92, pero no porque así lo exija la DSI.

No resulta obligado ofrecer la adhesión al Servicio, ni aun cumpliendo con las normas generales de adhesión establecidas, a todas aquellas entidades que realicen actividades de custodia de valores en otros países miembros de la Comunidad, cuando el ejercicio de dicha actividad no fuera acompañado de la autorización a realizar alguna de las actividades denominadas *servicios de inversión*.

En el apartado 4.º del artículo 15 se establece que *cuando, para operar en un mercado regulado del Estado miembro de acogida, no se exija como requisito la presencia física, las empresas de inversión podrán adquirir la calidad de miembros o acceder en las mismas condiciones, sin tener un establecimiento en el Estado miembro de acogida*. El acceso a la condición de miembro de nuestras Bolsas por alguna entidad de inversión extranjera autorizada a ejercer sus actividades por su Estado de origen, podría llegar a otorgarse sin necesidad de presencia física en nuestro territorio, debido a las ventajas que ofrece el sistema de interconexión bursátil español. Este potencial acceso a nuestro mercado de empresas de inversión sin residencia en nuestro país comporta para el Servicio el compromiso de facilitar igualmente la participación en los procesos de liquidación sin necesidad de presencia física. Afortunadamente, el Servicio está ya preparado para cumplir con esta exigencia, por cuanto que la absorción de la liquidación de las cuatro Bolsas españolas ya supuso la necesidad de resolver, mediante un elevado grado de interconexión informática con sus entidades adheridas, la posibilidad de liquidar las operaciones desde cualquier parte de nuestro país sin necesidad de presencia en la plaza donde residen las oficinas del Servicio.

Sin embargo, y a pesar de ser dicha adhesión a

*distancia* posible, es necesario mantener ciertas cautelas por las dificultades que tal régimen de adhesión puede acarrear en relación con la supervisión de sus actuaciones.

Por otra parte, la adhesión de empresas de inversión al Servicio, al amparo de lo establecido en la DSI, y de conformidad con lo establecido en la actual redacción del Real Decreto 116/92, exigiría la participación de éstas en el capital del Servicio.

### 3. Las transmisiones de valores

Uno de los apartados de mayor trascendencia en la DSI es el contenido en el artículo 14 del Título V relativo a las *Libertades de establecimiento y de prestación de servicios*, por el que se impone una flexibilización a la obligatoriedad de concentración de órdenes en mercados regulados, tradicional de los mercados latinos y en particular del nuestro. Conforme a lo establecido en el punto 3.º del mencionado artículo, un Estado miembro sólo podrá exigir que las operaciones se efectúen en un mercado regulado en los casos en los que el inversor sea residente, la operación se efectúe por la empresa de inversión a través de su presencia en el Estado miembro y, por supuesto, el instrumento cotice en el mercado regulado.

Esta flexibilización del nivel de concentración de órdenes que puede imponer un Estado miembro se ve ampliada en el punto 4.º siguiente del mismo artículo al establecer que el Estado *deberá otorgar a sus inversores residentes el derecho a no observar la obligación* de efectuar las transacciones en el mercado regulado, si bien *podrá supeditar el ejercicio de dicho derecho a una autorización explícita* que, en cualquier caso, no podrá impedir *la rápida ejecución de las órdenes del inversor*.

En el texto de la DSI se justifican dichas medidas por las distintas necesidades de los inversores en materia de protección y, en particular, por *la capacidad de los inversores profesionales e institucionales de actuar*, se entiende que sin necesidad de tal protección, *lo mejor posible en favor de sus intereses*. La opción que, con todo ello, queda abierta a la libre negociación entre inversores, condicionada si acaso por la exigencia de autorización de la operación, se complementa en el artículo 20 con la obligación impuesta a las empresas de inversión de comunicar todas las operaciones realizadas sobre valores que coticen en mercados regulados, si bien dicha comunicación se refiere al Estado de origen de la empresa de inversión.

El análisis de las consecuencias que sobre el mercado español, y en particular sobre nuestro régimen de anotación en cuenta, comporta la DSI, como resultado de la reducción de las exigencias de concentración de órdenes, debe ser realizado con un cierto detenimiento.

Se impone una clara liberalización de la negociación de nuestros valores españoles entre inversores no residentes, e incluso entre residentes siempre y cuando se efectúe la operación fuera de nuestras fronteras, sin posibilidad de aplicar a tales supuestos la obligación de que la operación tenga que someterse a la autorización de nuestras autoridades. Tampoco, en tales casos, nuestras autoridades pueden exigir recibir directamente información de las operaciones, ya que dicha comunicación sólo debe obligatoriamente realizarse al Estado de origen de la empresa de inversión.

También la posibilidad de negociar operaciones entre residentes en nuestro territorio, cuando decidan ejercer su derecho a contratar al margen del mercado, afecta sensiblemente al régimen de funcionamiento de nuestro mercado, ya que ello abre una nueva forma de contratación *bilateral*, en el sentido de mutuo reconocimiento de las partes contratantes, en la que la libertad para fijar condiciones propias parece que deba imperar sobre las normas del mercado.

La diversificación de los posibles tipos de operaciones en función de su vía de contratación, impone la necesidad de flexibilizar los procedimientos de liquidación. Las operaciones pactadas entre inversores al margen del mercado ya no tienen por qué quedar sometidas al precio del mercado ni a un plazo preestablecido de liquidación, como son los cinco días aplicados a las operaciones contratadas en el mercado, ya que al proceder aquéllas de una negociación bilateral, su plazo puede quedar subordinado al acuerdo entre partes, al contrario que las operaciones de mercado en las que la negociación multilateral y ciega impone unas mismas condiciones para todos.

Puede ser igualmente revisable la solución en materia de aseguramiento que se preste a dichos tipos de operaciones, ya que la negociación directa de la operación entre las partes intervinientes justifica que las consecuencias del cumplimiento de una de las partes se trasladen sobre su contrapartida, en lugar de asegurar a ésta el buen fin de su operación mediante el recurso a las fianzas colectivas del conjunto de las entidades adheridas, más aún cuando el precio pactado entre los intervinientes pueda ser distinto al del mercado y, por tanto, el riesgo a asumir más indeterminado.

La posibilidad de contratar al margen del mercado restará universalidad a las tradicionales pólizas de los miembros del mercado, que se constituirán aún más en documentos acreditativos de las ejecuciones de mercado en lugar de documentos acreditativos de la titularidad de los valores, quedando a estos últimos reforzado el papel de los certificados de legitimación del registro.

El futuro escenario en el que puedan contratarse operaciones por diferentes vías y con distintos plazos de liquidación ofrece a los inversores mayores

posibilidades de arbitrar entre la negociación por nuestro mercado, por otros mercados extranjeros e incluso por fuera de cualquier mercado, permitiendo realizar operaciones de venta en Bolsa de valores de los que aún no se disponen y que se pretenden adquirir con posterioridad en el plazo permitido por el período de liquidación, siendo muy discutible que tales ventas puedan seguir siendo catalogadas como descubiertos y objeto de penalización como lo son hoy. Al fin y al cabo, el vendedor sólo se obliga, como resultado de la contratación, a entregar los valores en la fecha prefijada de liquidación pero no antes, no pudiendo hoy en día, sin embargo, carecer de dichos valores en la contratación al ser el mercado el único punto posible de adquisición de ellos y ser el plazo de liquidación idéntico para todas las operaciones. Por otra parte, en el resto de los mercados no se exige disponer de los valores hasta la misma fecha de la liquidación, lo que impone sobre nuestro mercado la necesidad de mantener la misma práctica que en el resto cuando, como resultado de la DSI, los intermediarios españoles puedan libremente dirigir la contratación de sus operaciones al exterior. Como resultado, en cualquier caso, de la mayor flexibilidad de operatoria en nuestro mercado que todo ello puede traer consigo, se facilitará la liquidez del sistema en su conjunto.

La posibilidad de vender en el mercado valores que se adquieren con posterioridad fuera de éste, cumpliendo en cualquier caso con el plazo de liquidación, justificaría, a nuestro juicio, modificar la actual práctica de mercado establecida en el Reglamento de Bolsas de considerar transmitidos los derechos económicos en la fecha de contratación en lugar de la de liquidación, lo que a su vez se ha venido traduciendo en el consiguiente descuento de tales derechos de la cotización del valor en el mismo día del devengo, en lugar de cinco días antes. De continuar con la práctica actual, la venta de valores que aún no se disponen generaría en el devengo de la operación financiera un exceso o inflación de derechos económicos.

#### **4. Las operaciones de no residentes**

A primera vista, la situación que provoque la entrada en vigor de la DSI en lo que afecta a inversores no residentes no deberá ser muy distinta de la que por vía de la práctica ocurre ya hoy. Es una realidad incuestionable que un gran volumen de contratación sobre nuestros valores tiene lugar en la actualidad entre no residentes y al margen de nuestro mercado, y de hecho una parte importante de dicho volumen se efectúa incluso fuera de cualquier mercado regulado, siendo una práctica extendida que los intermediarios extranjeros se constituyan en contrapartida de las órdenes de sus clientes, al margen de las condiciones fijadas por los mencionados mercados, reservando éstos para contratar las operaciones por cuenta propia.

Por todo ello, difícilmente podríamos concluir que tal liberalización de los circuitos de negociación a disposición de no residentes fuera a tener un importante efecto sobre la situación actual de nuestros mercados, al menos en lo que se refiere a la posible reducción de nuestra cuota de participación sobre el total de volumen internacionalmente negociado sobre nuestros valores.

Hasta hoy, si bien la negociación externa ha venido aumentando considerablemente en los últimos años, superándose probablemente en algunos valores españoles las cifras de contratación nacionales, lo cierto es que, como resultado del principio legal de la obligación de concentración de órdenes, no se han reconocido tales operaciones como transferencias reales de la titularidad en nuestro sistema de anotación en cuenta, al menos en tanto no se hubieran formalizado posteriormente mediante aplicaciones de mercado. Incluso cuando la operación es replicada en nuestro mercado con el fin de provocar su inscripción oficial, la titularidad comunicada suele ser la de un intermediario, típicamente el depositario global.

Con frecuencia, el inversor no residente que compra los valores en el extranjero evita formalizar la operación en nuestro mercado con el fin de no pagar los correspondientes costes, retrasando la ejecución de la aplicación en Bolsa al momento de vender los valores en nuestro mercado, para que la titularidad recogida en la operación de venta y la del registro coincidan. Especial implicación tiene este fenómeno sobre los llamados valores nominativos, debido al control que sobre las titularidades de estos valores ejercen las propias emisoras. También se ve obligado el inversor a realizar aplicaciones de mercado cuando un movimiento de carteras de un inversor institucional entre distintos depositarios globales produce un traspaso entre cuentas de nuestro registro abiertas a nombre de diferentes titulares.

El reconocimiento de las operaciones realizadas en el extranjero, al que obliga la DSI, sugiere la necesidad de facilitar la inscripción de tales operaciones en el registro con el mínimo de inconvenientes o costes para su titular, con el fin de que éstas se constituyan en verdaderas transmisiones de propiedad, ya que, de lo contrario, el mantenimiento de trabas a su inscripción colisionaría con la intencionalidad liberalizadora de la Directiva. Se plantea, por ello, la cuestión de cómo deberá formalizarse la inscripción de la transferencia de titularidad que la operación provoca y, por tanto, si debe o no ser revisado el alcance de nuestro actual sistema de registro.

#### **5. El depósito de valores de no residentes**

Dos son los posibles procedimientos para realizar las inscripciones de las transmisiones que se efectúan fuera de nuestro país:

— Mediante la comunicación de cada operación a alguna de las entidades adheridas del Servicio para su formalización en nuestro registro, lo que equivaldría en la práctica a que los inversores finales tuvieran cuentas o subcuentas abiertas en alguna de nuestras entidades adheridas y, por tanto, a promover la adhesión de las entidades de depósito extranjeras que más intensamente intervengan en la custodia de valores españoles, sometiéndose para ello a nuestras normas y procedimientos entre los cuales está la comunicación de titularidades nominativas.

— Mediante el uso en nuestras entidades adheridas de cuentas a nombre de otras entidades depositarias de otros países miembros, a las que en los mercados anglosajones se refieren como *nominees*, relegando el reconocimiento de la titularidad final a estas últimas conforme a sus propias normas de depósito locales, o al menos haciendo innecesaria la comunicación de las operaciones cuando se efectúe en el seno de la misma entidad *nominee*.

La segunda opción es, con diferencia, la más práctica desde el punto de vista de los intereses del mercado, ya que reduciría las comunicaciones desde el Estado en el que ocurren las transacciones a aquél en el que se emitieron los valores, favoreciendo el depósito global de valores comunitarios en las entidades depositarias pertenecientes a cualquiera de los Estados, sin más que someterse éstas a las normas de su Estado de origen. Esta opción es la más consecuente con la intención de la DSI de favorecer el tráfico comunitario de los valores, pero plantea, sin embargo y entre otras posibles, la desventaja de dificultar a las autoridades el control de las participaciones significativas sobre las sociedades que cotizan en los mercados regulados, así como a nuestras emisoras de valores nominativos el conocimiento de sus accionistas reales.

No existirían los mismos inconvenientes en reconocer el papel de los custodios extranjeros como prolongación de nuestro propio registro de anotación en cuenta, en el sentido de legitimar por sí mismos a sus titulares depositantes, si la DSI hubiera completado las mencionadas disposiciones relativas a la libertad de negociación de los valores comunitarios con el mutuo reconocimiento entre Estados de la función de custodia ejercida por sus entidades depositarias en cada uno de sus respectivos países sobre cualquier instrumento comunitario, al amparo de la autorización de su Estado de origen y de conformidad con su normativa local. Dicho reconocimiento podría haber ido acompañado de ciertas mínimas obligaciones de comunicación y supervisión entre Estados, al menos en lo relativo al control de participaciones significativas en valores que coticen en mercados regulados.

Esta fórmula de coordinación de los depósitos de valores comunitarios, con ser la más próxima a la situación impuesta por la realidad, hubiera plantea-

do especiales inconvenientes sobre los valores españoles a los que a menudo nos referimos como aquellos que habrían de ser nominativos por disposición legal, por la dificultad de comunicar las titularidades finales a la emisora. Difícilmente, a nuestro juicio, puede plantearse la obligatoriedad de que desde otras entidades de depósito extranjeras se comuniquen las titularidades de las operaciones que se realicen sobre dichos valores, pero más difícil aún resultaría seguir exigiendo la constitución del depósito necesariamente en entidades adheridas españolas con el fin de tomar conciencia del titular final. Probablemente, las consecuencias que en materia de liberalización de la contratación en los diferentes Estados comunitarios trae consigo la DSI, pero sobre todo la propia tendencia del mercado a globalizar dicha contratación, hagan cada vez menos significativa la distinción que actualmente se mantiene sobre los *valores que habrían de ser nominativos*.

Como quiera que es una inevitable realidad de mercado la existencia de determinados depositarios globales que seguirán subcontratando los servicios de subcustodia en cada país, y es impracticable la obligación de comunicar las transmisiones al país donde se encuentra inscrita la emisión, la discusión no es tanto entre cuál de las dos opciones anteriores debemos elegir, sino que, impuesta por la práctica del mercado la segunda de las opciones, si podemos convivir con el desconocimiento de los titulares de una parte cada vez mayor de nuestros valores, en especial en los casos nominativos, y cuál debe ser nuestra actitud frente a dicha tendencia.

Se suscita, por otra parte, la duda de si el reconocimiento legal de los depósitos de los valores emitidos por un Estado en las entidades de custodia de otros Estados, conforme a las normas locales que rijan dicha custodia, eliminando los perjuicios legales y económicos que se derivan de no exigir la inscripción de la operación directamente en nuestro registro, podría llegar a constituir en el caso español la eliminación de una cierta ventaja competitiva de nuestro mercado, facilitando con ello la contratación y depósito en el exterior de nuestros valores.

### III. EL FUTURO DEL SERVICIO

#### 1. Integración de la liquidación del mercado de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF)

Uno de los proyectos aún pendientes en el Servicio de Compensación y Liquidación es la integración de los valores que cotizan en el mercado de la AIAF en el mismo sistema de anotación en cuenta y de compensación y liquidación que hoy se aplica a los valores bursátiles. Dicha integración debe, por una parte, respetar las diferencias propias de cada uno de los dos mercados, en la medida en que

dichas diferencias justifiquen opciones de liquidación especializadas y, por otra parte, aprovechar el mayor número de soluciones comunes, con el fin de facilitar las ventajas de economía de escala y racionalización de medios que brinda dicha integración. La compra de Espaclear realizada por el Servicio en el año 1993 tenía por objetivo facilitar, al menos, la coordinación de dicho proceso de integración y la gradualidad en el cumplimiento de tal objetivo.

Entre las soluciones que pueden ser compartidas por los dos mercados, para beneficio de ambos, están las siguientes:

— Similares condiciones de adhesión de entidades, permitiendo la autorización por una entidad a otra para la llevanza de su registro, así como la domiciliación de la liquidación en la cuenta de Tesorería de otra entidad.

— La infraestructura de comunicaciones informáticas entre los ordenadores de las entidades adheridas y el del Servicio, permitiendo con la red de comunicaciones ya implantada sustituir por transmisiones de datos el intercambio de boletas y listados utilizado hoy en día, aportando con ello una mayor fiabilidad a la información, menores costes como resultado de la automatización y una mayor rapidez de procesamiento.

— La misma estructura de cuentas aplicada tanto a valores como a efectivos.

— Un tratamiento similar de los riesgos, aspirando a la integración de los sistemas respectivos de fianzas con el fin de minimizar éstas.

— Un mismo sistema de codificación de las emisiones, entidades, operaciones, etcétera.

Determinadas diferencias propias de cada mercado, sin embargo, exigen mantener en el ámbito de la liquidación y de la función registral ciertos procedimientos diferenciados en las siguientes áreas:

— La declaración de las operaciones contratadas en cada uno de los dos mercados. El hecho de que en Bolsa las operaciones sean contratadas por Sociedades y Agencias de Valores, mientras que su liquidación sea llevada a cabo en mayor medida por Bancos y Cajas de Ahorros, justifica la existencia de un procedimiento especial de desglose de operaciones que, tras su confirmación o rechazo por la entidad correspondiente, culmina con la asignación de la operación a la entidad finalmente responsable de su liquidación. En el mercado de la AIAF, la liquidación de las operaciones corresponde necesariamente a la misma entidad que participa en su contratación, por lo que el procedimiento de aportación de operaciones es más directo que el del desglose y requiere tan sólo la confrontación de los datos declarados por cada una de las partes.

— La justificación de las ventas. La contratación, que en el mercado de la AIAF siempre se produce por cuenta propia, no requiere la justificación de ven-

tas mediante presentación de referencias de registro, ya que los valores deben necesariamente localizarse en la cuenta propia del miembro del mercado.

— La liquidación de las operaciones. Al tener lugar la negociación en el mercado de la AIAF mediante comunicación directa entre entidades, a diferencia de la Bolsa en donde dicha negociación se efectúa centralizadamente en el sistema de interconexión bursátil, los incumplimientos en la liquidación de un miembro pueden ser trasladados al miembro de contrapartida, quedando con ello condicionada la liquidación de una operación al cumplimiento de la entrega y del pago por las dos entidades que en ella participan.

La integración de los dos sistemas de liquidación que actualmente distinguen a cada uno de los dos mercados representa, en cualquier caso, un importante desafío para el Servicio, pero al mismo tiempo la oportunidad de simplificar las actuales diferencias para beneficio de las entidades que intervienen en ambos mercados.

## 2. Control del riesgo

El control y la minimización del riesgo en el Servicio debe constituir un esfuerzo permanente en los tres posibles componentes de riesgo a los que cabe referirse: en la liquidación, evitando al máximo posible las consecuencias económicas derivadas de los incumplimientos; en la función registral, asegurando el cuadro de los valores emitidos con los acreditados a cada titular y la fiabilidad en las inscripciones; y en la operatoria, evitando los costes o trastornos que pudieran provocar las averías o negligencias en el tratamiento de la información.

La evaluación del riesgo de liquidación y su cobertura mediante garantías constituyen una de las más importantes preocupaciones en todo mercado. Hoy en día, las fianzas que cubren el riesgo de liquidación son calculadas trimestralmente en función de la estadística de cifras de liquidación de cada entidad adherida. En la evaluación de dicho riesgo se toman en consideración los valores absolutos de las compras y ventas pendientes de liquidar y se multiplican éstas por un coeficiente de posible variación de precios en el mercado. Cuando el riesgo de una entidad supera notablemente la fianza depositada conforme al cálculo realizado trimestralmente, el Servicio puede requerir a la entidad para que deposite una garantía complementaria.

El procedimiento de gestión de las fianzas en la liquidación bursátil es, hoy por hoy, forzosamente imperfecto como resultado de ser la contratación que cada miembro realiza en las Bolsas imprevisible e ilimitada, debiendo el Servicio dar buen fin a la liquidación, sin posibilidad de recurrir a la anulación de la operación en caso de incumplimiento. En tales

circunstancias, las garantías complementarias que pudieran solicitarse a una entidad se requieren una vez creada la situación de riesgo, siendo la fianza calculada estadísticamente la única forma de anticipación al mismo. Por ello, determinadas medidas tales como reducir el período estadístico de cálculo de la fianza trimestral para hacer éstas más ajustadas a la tendencia más reciente, o repercutir el riesgo de incumplimiento a la contrapartida de la operación en el caso de operaciones especiales convenidas fuera de mercado pueden mejorar la actual gestión de riesgos.

Por otra parte, el actual procedimiento de evaluación del riesgo da por resultado cifras muy elevadas, ya que no contempla la compensación de compras y ventas. Si tal compensación fuera tomada en consideración, de forma consecuente con la clara aspiración de toda cámara de compensación a *netear* los cargos y abonos, no solamente a efectos de reducir el número de apuntes sobre las cuentas, sino también de minimizar los riesgos del sistema, se reducirían espectacularmente las fianzas del mercado y, por tanto, los costes de financiación que de ellas se desprenden. Dicha práctica ofrecería la posibilidad de mejorar el actual sistema de materialización de fianzas, permitiendo utilizar procedimientos más flexibles y menos costosos.

Conviene insistir, por otra parte, en la posibilidad de disponer de los valores objeto de una compra desatendida, reduciendo de esta forma el riesgo de incumplimiento a la diferencia de precio con el mercado. Dicho régimen de actuación se fundamenta en que la transmisión de los valores al comprador no ocurre hasta la liquidación y está condicionada por ésta.

Ni de la disposición de los valores en caso de incumplimiento ni de la propuesta de compensación de cargos y abonos, debe entenderse que el Servicio deja desprotegidos a los inversores que acuden al mercado, ya que es misión del mercado proteger al inversor de los efectos de incumplimiento de su contrapartida, en especial cuando dicha contrapartida no ha sido convenida por él como resultado de ser un mercado centralizado, pero no necesariamente la de proteger al inversor de sus propios incumplimientos o los de su entidad comisionista, actitud que por el contrario primaría conductas irregulares o arriesgadas en determinados inversores para perjuicio del resto del mercado.

La opción de mantener en nuestro sistema amplias garantías con el fin de proteger ya no sólo al sistema en su conjunto de los posibles incumplimientos de una de las entidades liquidadoras, sino también a los clientes de las entidades de la posible quiebra de éstas, es no sólo inviable por el coste que llevar a cabo dicho aseguramiento supone, sino incluso radicalmente desviada de la práctica impuesta en otras cámaras de compensación internacionales. Esta situación implicaría, por otra parte, la

prestación a inversores extranjeros en nuestro mercado de mayores garantías de las que otros mercados ofrecerían a nuestros inversores, rompiéndose el principio de reciprocidad con otros países comunitarios.

### 3. Interconexión de depositarios centrales

La conexión entre los sistemas de anotación y liquidación de los depositarios centrales de los diferentes países es una antigua aspiración de éstos con la que se pretenden los siguientes objetivos:

— Optimizar la coordinación entre mercados cuando valores emitidos en uno cotizan también en otros, delegándose en la central del segundo mercado la inscripción de sus operaciones locales y facilitando el movimiento de valores entre los dos registros cuando los valores se trasladan de un mercado a otro.

— Resolver a las entidades de cada país el acceso, mediante su única adhesión a un depositario central, a la liquidación de operaciones y al depósito de valores de otros mercados.

Los inconvenientes con los que se enfrentan dichos proyectos de interconexión son tres:

— Las funciones antes mencionadas están en gran medida resueltas mediante el uso de entidades depositarias que prestan similares servicios. Las necesidades de coordinación entre depositarios centrales motivadas por las emisiones que cotizan en diferentes mercados regulados, son hoy en día resueltas mediante las entidades a las que llamamos de enlace o, en el caso americano, por las depositarias de los ADR en los que se convierten las acciones españolas. El depósito internacional de valores está también resuelto mediante los depositarios globales que contratan en cada país los servicios de subcustodia en entidades locales.

— La liquidación de operaciones entre entidades de diferentes países tiende a realizarse en cámaras de compensación especializadas, tales como Euroclear y Cedel, más que de forma cruzada entre las dos cámaras de compensación locales de cada intermediario.

— La interconexión entre depositarios centrales requiere la normalización de los mensajes que deben ser cruzados entre ellos y la implantación de una red internacional de comunicaciones que soporte el correspondiente flujo de información. Mientras se han realizado numerosos intentos de definición de procedimientos que aún no han culminado con una solución única, se han conseguido acuerdos bilaterales entre los depositarios centrales más activos para resolver sus respectivas conexiones con soluciones particulares.

Parece evidente, hoy por hoy, que la comunidad de depositarios centrales conseguirá definir las nor-

mas precisas para resolver sus mutuas conexiones, así como contratar los servicios de una misma red de comunicaciones con el fin de reducir a un solo *interface* el conjunto de enlaces bilaterales. Lo que, a nuestro juicio, resulta más difícil de conseguir es que tal red de depositarios centrales pueda llegar a competir con los servicios de custodia global o con las cámaras de compensación internacionales, siendo más probable que el uso de la red mencionada se mantenga en cifras muy reducidas respecto del total de la liquidación internacional.

#### 4. Valoración del mercado español: carencias

Los diversos analistas extranjeros que realizan comparaciones entre el grado de cumplimiento de los estándares de custodia y liquidación por los diferentes mercados, coinciden en identificar mejoras significativas en nuestro país durante el año 1993, si bien mantienen bajas calificaciones aún de nuestro nivel de servicio en general. Esta baja calificación en determinadas áreas de actividad relacionadas con la liquidación y custodia influye aún negativamente en la imagen de nuestro mercado, perjudicando con ello la predisposición de los inversores o intermediarios a dirigir a él sus operaciones o incluso a tomar posiciones en valores españoles, con independencia de cómo o dónde se realice su contratación.

En lo que se refiere al área concreta de custodia se mantiene como principal queja por los inversores no residentes la dificultad de conseguir la devolución de los impuestos retenidos. Dicha queja se hace cada vez más intensa a la luz de los progresos que en esta materia han realizado el resto de los mercados. En lo que se refiere a los costes de la custodia en entidades españolas, si bien se siguen escuchando quejas en la comparación con otros mercados, es de esperar que las sensibles reducciones de comisiones practicadas a los no residentes desde el año 1993, tiendan a corregir dicha negativa opinión sobre nuestro mercado.

Las principales acusaciones en materia de liquidación se refieren a las altas tasas de incumplimiento por falta de entrega en las ventas y los riesgos experimentados por los participantes extranjeros. En ambos aspectos, sin embargo, se ha avanzado mucho desde el inicio de las actividades del Servicio. Si bien en ciertos estudios de analistas extranjeros se ha imputado al mercado español una tasa de incumplimientos de ventas de un 20 por 100 a principios del año 1993, la media del primer trimestre de 1994 ha sido de un 9,5 por 100 y la del mes de marzo de 7,8 por 100, medidas estas últimas por el total de efectivos que quedan incumplidos y no por el número de operaciones de venta que fue de tan sólo 2,6 por 100 en el mismo mes de marzo. Los progresos son, por tanto, evidentes, aunque el elevado peso de la inversión extranjera en nuestro mercado, con sus dificultades de liquida-

ción derivadas de las múltiples comunicaciones que exige entre los intervinientes en la operación, hace aún difícil aproximarnos a las cifras de otros mercados.

Es frecuente, sin embargo, atribuir la razón principal de dicha alta frecuencia de incumplimientos a la carencia de un sistema de préstamo de valores desarrollado en nuestro mercado, de forma similar a como existen en otros países. Ciertamente, la impulsión del préstamo de valores, amparada en la no sujeción o exención de los impuestos por incremento patrimonial, sería un factor adicional que mejoraría ampliamente la calidad de la liquidación y la aportación de valor al inversor.

En materia de riesgos de liquidación también se ha avanzado espectacularmente desde la perspectiva de la inversión extranjera, ya que la implantación de los traspasos de valores mediante entrega contra pago, en diciembre de 1993, ha permitido cumplir con la mayor de las preocupaciones hasta ahora expresadas por el segmento de mercado no residente.

Es necesario recordar, por último, que también los costes y riesgos derivados de nuestro sistema de registro, por el que la titularidad del depósito debe coincidir con la de las operaciones realizadas en nuestro mercado y todo cambio en dicha titularidad debe ser soportado mediante compraventas, son objeto hoy por hoy de preocupación adicional por las entidades extranjeras, ya que frecuentemente origina costes añadidos a la operación que a menudo anulan los márgenes esperados.

En conclusión, nuestro mercado puede avanzar aún mucho en relación con la inversión no residente mediante la agilización del procedimiento de devolución de impuestos, el desarrollo del préstamo de valores y la flexibilización del tratamiento de las titularidades en el registro.

#### 5. Conclusión: desafíos y respuestas

No es de esperar, en nuestra opinión, que la entrada en vigor de la DSI el 31 de diciembre de 1995 traiga consigo una revolución de las prácticas del mercado, sino más bien un reconocimiento legal de unas tendencias de liberalización y globalización que ya se habían desarrollado en el pasado y demostrado como inevitables, y que con dicho reconocimiento pueden si acaso acelerarse.

En el análisis de los efectos que dichas tendencias comporten para nuestro mercado conviene, a nuestro juicio, distinguir entre tres objetivos que se refieren a distintos niveles de intereses de quienes componen la estructura del mercado español:

1. La promoción de los valores españoles frente a los valores de otros países como candidatos a formar parte de las carteras institucionales mundia-

les, dotando con ello de mayor liquidez internacional a nuestros valores y, por tanto, de mayores posibilidades de financiación a las empresas españolas en calidad de emisoras.

2. La consecución de la mayor cuota de participación de nuestros mercados regulados sobre las cifras internacionales de contratación que alcancen los valores españoles, frente a las alternativas de contratación a través de otros mercados o la de contratación al margen de los mercados que se vale de los servicios de difusión de información, sistemas de confirmación de órdenes y cámaras de compensación internacionales.

3. La defensa de la participación de nuestras entidades españolas, tanto en calidad de miembros de mercado como de entidades adheridas, sobre el volumen negociado y liquidado en nuestro mercado, frente a la posible entrada de nuevos competidores extranjeros, al amparo de la libertad de prestación de servicios promovida por la DSI.

No debe caber ninguna duda, en cualquier caso, de la interrelación existente entre estos tres objetivos, debido, entre otras, a las siguientes razones:

— El mayor nivel de rivalidad entre los participantes de un mercado, resultante de la entrada de nuevos competidores, hacen a éste más competitivo en precios y servicio frente a otras alternativas y, por tanto, tiende a dirigir hacia él una mayor cuota de negociación, a pesar de que reduzca los márgenes por operación de sus participantes.

— La valoración internacional de un mercado, en sus diferentes aspectos de liquidez, características de la custodia, costes de negociación, agilidad y riesgos de liquidación, etc., condiciona la valoración de los instrumentos emitidos y negociados en dicho mercado incluso para su negociación a nivel internacional.

En lo que se refiere a un previsible aumento del nivel de competencia interna entre participantes en la liquidación, no es de esperar a nuestro juicio el acceso masivo de nuevas entidades adheridas al Servicio como resultado de la libertad de establecimiento y prestación de servicios dispuesta por la DSI, por cuanto que la adquisición de dicha condición requiere necesariamente unas ciertas inversiones y formación de personal. Tampoco pueden los aspirantes potenciales esperar obtener beneficios significativos de su participación en la liquidación y depósito de valores en España, debido a las moderadas tarifas actuales que por ambos conceptos se aplican a la inversión extranjera. Es cierto, sin embargo, que la entrada en nuestras bolsas de determinados grandes *brokers* extranjeros, especialmente anglosajones, tendría un efecto beneficioso sobre la liquidez del mercado, ya que derivarían una mayor proporción de las órdenes de sus clientes sobre valores españoles a nuestro mercado respecto de otros a los que recurren hoy.

En el terreno de la liquidación y de la custodia de

valores, los bancos extranjeros más activos en el negocio internacional ya se introdujeron en España en los últimos años, capturando una parte importante de cuota del segmento de mercado que, relacionado con ambas actividades, procede de inversores no residentes. Es una realidad por todos conocida que la liquidación de las operaciones de nuestro mercado procedentes de inversores no residentes es realizada en gran medida por los bancos especializados en el negocio llamado de *clearing*, de la misma forma que una importante parte de los depósitos de dichos inversores, aunque en menor medida que la liquidación, ha sido también absorbida por la banca extranjera. También, sin embargo, debe ser reconocida y elogiada la rapidez de respuesta con que algunos depositarios nacionales han reaccionado frente a la agresiva penetración de dichos bancos extranjeros en el terreno de la liquidación, tanto mediante reducción de tarifas como con mejoras en el nivel de servicio. El traspaso de grandes clientes entre unos y otros durante el año 1993 ha sido suficientemente representativo del nivel de competencia que se ha abierto en el mercado, resultando difícil aceptar que aún queden importantes entidades extranjeras esperando entrar en nuestro mercado o que aún puedan descender mucho más las tarifas que por liquidación y depósito se cobran a los grandes clientes no residentes.

Por otra parte, en lo que se refiere a la competencia entre mercados y no entre participantes, nuestro mercado y nuestro sistema de compensación y liquidación sí pueden resentirse en el futuro por la pérdida de operaciones de inversores no residentes en beneficio de otros mercados y cámaras de compensación internacionales. Más aún, no sólo debe ser objeto de preocupación la posible pérdida de la inversión extranjera que hoy tanto peso tiene en nuestro mercado, sino incluso la de nuestros propios inversores o intermediarios cuando, como resultado de la propia DSI, puedan preferir efectuar sus operaciones en el extranjero una vez que nuestras empresas de inversión puedan acceder libremente a otros mercados y se mantengan excesivas rigideces o costes en el nuestro. Debe quedar claro que la elección del mercado en el que realizar la contratación de las operaciones depende normalmente de los intermediarios a los que acude el cliente, y no de este último, por lo que debe procurarse hacer a nuestro mercado y sistema de compensación y liquidación atractivos especialmente a aquéllos.

En conclusión, la defensa de nuestra cuota de participación sobre la inversión tanto extranjera como nacional debe basarse en las tres siguientes líneas de actuación:

1. La resolución de las actuales deficiencias percibidas por los inversores no residentes en relación con nuestra gestión de los depósitos, en particular mediante la mejora en la tramitación de las devoluciones de impuestos y la eliminación de los inconvenientes derivados del reconocimiento y con-

trol de titularidades propio de nuestro sistema de registro, con el fin de ampliar el interés internacional por invertir en valores españoles.

2. La flexibilización de las normas y procedimientos que afectan a la compensación y liquidación, evitando rigideces en la autorización de las operaciones, plazos de liquidación, tratamiento fiscal del préstamo de valores, exigencia de garantías, etcétera, con el fin no sólo de ofrecer soluciones adaptables a las exigencias de los inversores e intermediarios, que podrán de otro modo desviar sus operaciones a otros mercados, sino de alinearlos con los procedimientos internacionales a los que están acostumbrados, y conforme a los cuales juzgan a los mercados.

3. Implantación de medidas de acercamiento de nuestro sistema de compensación y liquidación a los intermediarios no residentes con el fin de facilitar el recurso a nuestro mercado, tales como facilitar la adhesión a nuestro sistema sin necesidad de implantación física en nuestro territorio y al menor coste posible o establecer conexiones con otras cámaras de compensación. Si bien es cierto que la participación directa de intermediarios extranjeros en nuestro mercado puede restar actividad a los intermediarios españoles con los que hoy trabajan aquéllos, también debe valorarse que la puesta de mayores facilidades a disposición de los primeros favorecerá la cesión de una mayor cuota de su actividad internacional hacia nuestro mercado.