

LAS ANOTACIONES EN CUENTA DE DEUDA DEL ESTADO DESDE EL PUNTO DE VISTA DEL EMISOR

Ignacio GARRIDO SANCHEZ

1. LAS ANOTACIONES EN CUENTA EN EL CONCEPTO LEGAL DE DEUDA PUBLICA

El Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, y la Orden del Ministerio de Economía de 19 de mayo último inician en España un camino cuyo final se pierde en el horizonte lejano e incierto que puedan deparar la informática aplicada a las comunicaciones entre agentes de los mercados financieros, la capacidad innovadora de éstos para crear nuevos productos financieros, la habilidad y disposición de los juristas para satisfacer con la evolución doctrinal del derecho las necesidades operativas derivadas de las transformaciones de los mercados de valores y, finalmente, la prontitud del legislador en plasmar en derecho positivo las nuevas doctrinas.

Se ha señalado acertadamente que, aun prescindiendo de los numerosos antecedentes exteriores y de las inscripciones nominativas de la deuda perpetua española, que se remontan a mediados del siglo pasado, no puede hablarse de novedad absoluta en la implantación del sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado realizado por las disposiciones citadas más arriba. Así es, en efecto, ya que, en el plano legal, entre las posibilidades de representación de la deuda pública, la Ley General Presupuestaria de 4 de enero de 1977 contempla, en el número 2 del artículo 101, tanto los títulos valores como cualquier otro documento o cuenta que formalmente la reconozca.

No obstante, existe, desde un punto de vista cualitativo, una distancia mayor que la que sugiere la similitud terminológica. La Ley General Presupuestaria admite la extensión de la forma de representación de la deuda pública congruente con la extensión que introduce en el propio concepto de deuda pública. Frente a la igualdad deuda pública-emisiones de títulos dispuestas por el gobierno que establece la vieja

Ley de Administración y Contabilidad de 1911, la Ley General Presupuestaria iguala deuda pública a endeudamiento público, y no sólo del Estado, sino también de sus organismos autónomos. Esa extensión del concepto de deuda pública obliga a reconocer como instrumentos de representación de ésta a todos los que puedan sustentar créditos contra el Estado o sus organismos autónomos.

No obstante, el número 3 del mismo artículo 101 introduce una tipificación de la deuda pública que emita el Estado representada en títulos valores que constituye el marco de referencia apropiado para valorar el alcance del sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado y del Tesoro. Porque, en efecto, la esencia del sistema de anotaciones en cuenta no es aportar una forma de representación ya existente, la anotación en cuenta, para los derechos de crédito contra el Estado, sino establecer un conjunto de reglas para operar y definir un conjunto de agentes y de relaciones entre ellos, de modo que, con esa forma de representación, apropiada a la respuesta que la tecnología ofrece a las necesidades operativas y a los volúmenes de tráfico de los mercados financieros actuales, puedan éstos operar y desarrollarse con la agilidad y la seguridad que la institución del título-valor ha aportado en el pasado, pero libres del obstáculo creciente que representa la existencia física del título y la necesidad del mismo para el ejercicio de los derechos derivados del valor incorporado en él.

La obsolescencia del título-valor como instrumento de representación del valor apropiado para el desarrollo de los mercados actuales de valores en general, y de deuda pública en particular, es una evidencia desde hace años, y el paso del tiempo no hace sino reforzarla. ¿Qué otra cosa significa si no que prácticamente todas las iniciativas normativas —por no hacer refe-

rencia a las prácticas seguidas— adoptadas desde hace muchos años en relación con los mercados de valores, o con el ejercicio de los derechos derivados de los valores incorporados a los títulos, hayan estado encaminadas a relajar, a debilitar, cuando no simplemente a romper soterradamente, ese vínculo entre título y valor?

Este proceso, en el caso de la deuda pública, tuvo un hito inicial cuando el Decreto 1.143/1974, de 5 de abril, permitió, en determinadas circunstancias y por determinados agentes, el cobro de intereses sin aportar físicamente los cupones. Más tarde siguió con la supresión física de los cupones y la exigencia de ejercer el cobro de intereses a través de entidades de crédito autorizadas a presentar las facturas correspondientes sin aportar los títulos representativos de la deuda.

El nuevo sistema de liquidación y compensación bursátil introducido por el Decreto 1.128/1974, de 25 de abril, une inseparablemente liquidación, compensación y sistema de depósito, porque su finalidad principal, su exigencia básica, es limitar la movilidad del título como requisito para trasladar el valor incorporado al mismo. Es decir, se evita su uso para cumplir la función que, según dicen, históricamente le dio origen.

Pero esta evolución normativa, con ser reveladora, únicamente es el afloramiento jurídico inevitable de la presión de los hechos. Se suprime la presentación de cupones para el cobro de intereses porque los costes de su mantenimiento, si se repercutiesen sobre el titular del derecho, casi le privarían en la práctica de las consecuencias económicas del mismo, a menos que el valor nominal de los títulos se aumentase en la medida necesaria. Si no se repercutieran, incrementarían los costes del emisor de modo insostenible.

El nuevo sistema de liquidación y compensación bursátil respondió a la necesidad de impedir el colapso de los mercados bursátiles, porque los negocios jurídicos realizados sobre títulos valores corrían el riesgo de ser irrealizables debido a las necesidades de movilización de las masas de títulos afectados.

Se llega, pues, a la paradójica situación de que, habiendo sido el título-valor y el derecho desarrollado en torno a él la base sobre la que se produjo el desarrollo de los mercados de valores, es esencial para mantener el crecimiento de los mercados conservar la construcción jurídica pero desembarazarse de la rémora que el título representa.

Llegados a este punto, es apropiada la referencia al otro antecedente verdaderamente inmediato, desde un punto de vista conceptual y operativo, del sistema de anotaciones en cuenta ahora comentado: los pagarés del Tesoro.

En esta deuda del Tesoro, con la que se inicia en varios aspectos la renovación de la regulación legal de la deuda pública del Estado contenida en la Ley General Presupuestaria, se produce por vez primera el empleo masivo y en series homogéneas de la anotación en cuenta como forma de representación de la deuda pública del Estado. Los pagarés se desenvuelven dentro de un marco que contiene elementos esenciales comunes con el sistema de anotaciones en cuenta recientemente implantado, pero es más abierto, y no refleja clara y abiertamente la necesidad de la emancipación de la normativa jurídica aplicable a los valores emitidos en serie de la existencia real o fingida del título valor. Las autorizaciones de emisión de las sucesivas leyes de Presupuestos Generales del Estado se limitan a especificar que podrán estar representados en anotaciones en cuenta y que en su creación y transmisión no será necesaria la intervención de fedatario público, pero sin acompañar la autorización al gobierno para implantar un sistema completo para la representación de la deuda en anotaciones en cuenta.

El desarrollo alcanzado por el mercado de pagarés del Tesoro en anotaciones en cuenta, aun cuando no puede atribuirse en exclusiva a la ausencia de título valor, indica bien a las claras cuál es el camino del futuro para disponer de los mercados de deuda pública que exigen la financiación de déficit del Estado por vías ortodoxas y el cumplimiento de las otras funciones para las que la deuda pública ha de servir de instrumento.

Parece claro que, considerando el conjunto de los agentes del mercado y los procesos del mismo, la introducción de un sistema *de facto* de anotaciones en cuenta es imprescindible. Se haga esta introducción a las claras con supresión del título físico—el mantenimiento optativo de éste no es importante a estos efectos—, se haga manteniendo la existencia ficticia del título valor, teórica, que no física, o se haga, incluso, con existencia física de éste, pero recluido e inmóvil.

Es evidente que el último sistema es más costoso, aunque el artificio del título único viene a asimilarlo al segundo. De modo que la alternativa abierta se reduce, en la práctica, a las consecuencias jurídicas, económicas y de procedimiento de la existencia o inexistencia teórica del

título. Y en esta opción, el Real Decreto 505/1987 se decanta por la apertura de un camino nuevo, por la introducción de un instrumento acorde con los medios técnicos sobre los que el mercado ha de apoyarse y con procedimientos sólo mediatizados por la eficacia y economía operativa, sin merma de la seguridad de los inversores ni de los restantes agentes del mercado y, entre ellos, naturalmente, del Estado como emisor.

De todo lo expuesto se desprende que, ampliando la brecha abierta en su día por los pagarés del Tesoro, el sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado añade un grado más a la obsolescencia de la tipología de deuda pública del Estado contenida en la Ley General Presupuestaria, ya que los conceptos deuda del Estado o del Tesoro están allí referidos sólo a la emitida por el Estado y representada en títulos-valores. Viene a confirmarse, sin embargo, la validez de la ampliación del concepto de deuda pública aportado por dicha Ley, al desligarla de la forma concreta en que esté representada.

2. EL SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA Y EL ESTADO COMO EMISOR

El coste de financiación y el sistema de anotaciones en cuenta

El Estado, como cualquier otro emisor, está interesado en aumentar al máximo posible el volumen de financiación que puede obtener del mercado a cada coste o, dicho de otra manera, reducir al mínimo posible el coste de obtener la financiación necesaria.

A los efectos de analizar la repercusión del sistema de anotaciones en el coste de financiación del Estado, pueden diferenciarse los componentes básicos del coste: el coste de gestión y colocación y el coste directo de retribución del inversor. La línea divisoria entre uno y otro no puede trazarse claramente, porque ciertas partidas pueden aparecer en uno u otro, dependiendo de los sistemas de colocación que se adopten, de la forma de pago de los gastos de colocación y suscripción e incluso de la mayor o menor publicidad que se realice. De modo que puede ser útil aislar estos elementos como concepto independiente: el coste de colocación. ¿Cómo incide el sistema de anotaciones en la cuantía de cada uno de estos conceptos de coste para un volumen dado de financiación?

a) Por lo que respecta a los gastos de colocación —publicidad y comisiones de colocación—, no hay razón para que sean significativamente distintos con uno u otro sistema de representa-

ción de la deuda si en ambas situaciones se mantienen criterios homogéneos.

Es éste un aspecto en el que los costes han resultado muy variables en la historia reciente de la deuda emitida y colocada por procedimientos de mercado. La causa más importante de la variación del coste total de colocación ha sido sin duda el crecimiento de los volúmenes colocados y, en lo que respecta a publicidad, la diversificación de instrumentos y de las pautas de emisión. No obstante, en los últimos años las comisiones de colocación han sido, con gran diferencia, el componente más importante del coste de colocación, y la modificación de los criterios de fijación de comisiones ha contribuido de modo sustancial a su variación. Baste recordar que en los últimos años setenta y primeros ochenta las emisiones salían aseguradas, los volúmenes eran muy reducidos y correspondían a un par de emisiones en el año de un solo instrumento.

Posteriormente se prescindió del aseguramiento, se pasó a tres instrumentos en la deuda a medio y largo plazo y se ha llegado a volúmenes de emisión de hasta más de un billón al año mediante una docena de emisiones. Esas circunstancias llevaron al establecimiento de esquemas de comisiones de colocación crecientes que incentivaron efectivamente el interés de los colocadores y elevaron los costes de colocación. En la actualidad se han abandonado esos esquemas y la comisión de colocación, fija y única para todos los colocadores, ha sufrido una reducción muy importante. Esto se ha traducido, por una parte, en cierta desmotivación de los colocadores, reforzada por las circunstancias en que se desenvuelven los mercados a corto plazo, y, por otra, en una reducción acorde del coste de colocación, se supone que con trasvase parcial del mismo a los tipos de interés.

b) En relación con el coste de gestión, es imposible dar una respuesta que pretenda ser exacta, porque buena parte de los elementos que lo integran corresponden al empleo de recursos compartidos con otras actividades de la Administración. No obstante, puede aventurarse que mientras la gestión resultará muy aligerada en volumen, no experimentará una reducción comparable en el coste. Esto es debido a que la existencia de la posibilidad de transformación entre anotaciones en cuenta y título-valor obliga a mantener y aplicar los mismos sistemas de gestión actuales, y es seguro que la reducción del volumen de información a controlar y tratar no se traduce en una reducción paralela de los costes. Además, y en tanto que la

deuda pública del Estado que en un plazo corto esté representada en anotaciones no sea más que una parte, aunque importante, del total de deuda existente, será necesario mantener operativos la diversidad de procedimientos y los medios necesarios para ello aplicados en la gestión actual de la deuda pública del Estado.

Existe un elemento cierto de ahorro en la ausencia de intervención de fedatario público en los procesos de emisión de anotaciones en cuenta, porque éstos corren a cargo del Estado en la emisión de títulos. Otro tanto cabe decir de los costes de impresión y distribución de títulos, que probablemente se verán reducidos a su mínima expresión, a pesar de las transformaciones.

En conjunto, cabe esperar una reducción sustancial de los elementos identificables del coste de gestión, pero su efecto sobre el coste de financiación será mínimo, porque su contribución al mismo no llega a media décima de punto.

La exposición anterior no tiene en cuenta para nada el coste de administración del sistema de anotaciones, que primariamente será repercutido a través de las tarifas correspondientes a los usuarios en los distintos escalones y trasladado posteriormente al Estado dentro de los tipos de interés.

c) En cualquier caso, los dos elementos de coste analizados en los puntos precedentes han tenido en estos últimos años una importancia modesta y decreciente dentro del coste total de financiación del Estado. En 1985 y 1986 han contribuido al mismo en casi punto y medio, para un coste medio en la financiación interior a medio y largo plazo del 14,4 y del 11,6 por 100, respectivamente. En lo que ha transcurrido de 1987 la reducción de comisiones y de publicidad ha limitado al 0,85-0,90 por 100 su aportación al coste de financiación, que, sin embargo, se ha elevado sensiblemente.

¿Cómo puede incidir el sistema de anotaciones en cuenta en la retribución exigida por los inversores? La respuesta, evidentemente, no puede ser más que reduciéndolo. Este sistema no es meramente una forma de representación de la deuda. Según se expuso en el punto uno, la desaparición del título-valor no es un requisito importante para mejorar la forma de tenencia de deuda, aunque ciertamente la facilita y la abarata, sino para permitir la expansión de los mercados a partir de liberar los procesos de liquidación y compensación de los costes impuestos por la existencia física de los títulos y las formalidades jurídicas de su transmisión. Así, el siste-

ma de anotaciones incorpora una variedad de operaciones, unos procedimientos operativos y unos mecanismos de liquidación y compensación que reducen los costes operativos y aumentan la liquidez del mercado.

Expansión de los mercados de deuda

Las ventajas más notables que cabe esperar para el Estado, como emisor, de la implantación del sistema de anotaciones en cuenta derivan de la expansión de los mercados de deuda que este sistema propicie en los próximos años.

Las razones para esperar que así suceda son variadas. En primer lugar, el conjunto de entidades gestoras, a través de los compromisos adquiridos, garantizan un flujo más continuo de deuda a disposición de los inversores, y esta cercanía y disponibilidad permitirán acercarse a la deuda a muchos que hasta el momento se han mantenido alejados de ella.

En segundo lugar, la gama de operaciones que es posible realizar en la deuda anotada permite esperar una transformación de las condiciones iniciales de la deuda, de manera que se acomode a las necesidades de una gama más amplia de inversores.

En tercer lugar, también cabe esperar una ampliación del mercado, a través de la introducción de nuevos instrumentos de financiación, para cuya viabilidad es esencial la existencia del sistema de anotaciones en cuenta. Uno de estos instrumentos sería el que cubriese, con las funciones y características contempladas en el número 2 del artículo 11 del Real Decreto 505/1987, el extremo a corto del mercado, cumpliendo las funciones que en su momento cumplieron los pagarés del Tesoro, y libre de las interferencias que su utilización para cobertura de coeficiente y su situación fiscal peculiar produjeron al mercado de esta deuda (1).

Otro instrumento a considerar, existente en buen número de países, sería el que pudiera diseñarse para atender al segmento del mercado que busca una inversión sin riesgo, con pago de intereses en intervalos cortos y regulares.

Este instrumento, bajo la forma de título-valor, evidentemente sólo podría concebirse como no negociable y con un sistema *ad hoc* de gestión, porque de lo contrario resultaría inmanejable. Bajo la forma de anotación en cuenta —con ausencia de transformaciones o limitación fuerte de las mismas— su gestión no presenta problema alguno, aun siendo transferible.

En cuarto lugar, la supresión de la intervención de fedatario y el abaratamiento que deriva de la desaparición del manejo de los títulos permite la extensión de las operaciones a plazos tan reducidos como lo permitan las tarifas aplicables, aumentando la integración y la liquidez de los mercados.

Finalmente, la activa intervención del Banco de España, mediante operaciones de mercado abierto para contribuir al mantenimiento del control monetario, y la actuación de intermediarios especializados, es de esperar que den origen a una expansión considerable del mercado y contribuyan a su profundización.

3. EL SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA Y OTRAS FUNCIONES DEL ESTADO RELACIONADAS CON EL MERCADO DE VALORES

La implantación del sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado no sólo facilita la tarea de financiar el déficit del Estado mediante recurso a los mercados de capitales, sino también permite mejorar el ejercicio de otras responsabilidades relacionadas con el mercado de valores, como son facilitar o, llegado el caso, liderar las reformas que modernicen el mercado español de valores, poniéndolo a la altura que la integración en la CEE va a exigir en un próximo futuro.

En esta perspectiva, no puede olvidarse el carácter pionero y experimental que puede atribuirse al sistema de anotaciones, siendo de destacar la flexibilidad operativa, con la permanente preocupación por la seguridad y por la defensa de los intereses de los inversores. Así, al tiempo que se articula un mercado ágil entre titulares, se deja abierta la posibilidad de acción a entidades especializadas en la intermediación y se da un marco amplio a la actuación de las entidades gestoras; se establecen requisitos restrictivos para el acceso a la condición de titular de cuentas en la Central de Anotaciones y más aún para la de entidad gestora; se extrema la comunicación informativa con la Central; se apoyan las competencias supervisoras del Banco de España; se facilita la transferencia de saldos de deuda anotada entre entidades gestoras; se obliga a hacer pública la información de interés para los comitentes; se admite un sistema organizado por las Bolsas Oficiales de Comercio, y se facilita el acceso a la condición de entidad gestora de sociedades no implicadas principalmente en mercados financieros alternativos al de valores.

En los últimos años la deuda pública ha mantenido el liderazgo en la revitalización de los mercados de renta fija que su condición de activo sin riesgo de solvencia le permitía. En esta ocasión pretende, amparada en las mismas credenciales y en la experiencia obtenida con los pagarés del Tesoro, cumplir el mismo papel en la sustitución del título por formas de representación del valor acordes con las posibilidades tecnológicas de los tiempos.

Finalmente, el sistema de anotaciones en cuenta también permite una aplicación de la normativa fiscal con generalidad —lo que es un requisito esencial de la equidad—, sin ocasionar graves disfunciones y con una gran economía administrativa.

4. RESUMEN Y CONCLUSIONES

El sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado y del Tesoro representa un paso fundamental en la modernización de los mercados de deuda pública, al liberarlos de la servidumbre del título físico y ponerlos en disposición de aprovechar plenamente la tecnología informática y de comunicaciones. Este sistema no supone una innovación absoluta en las formas de representación de la deuda, puesto que la Ley General Presupuestaria ya admitía la anotación en cuenta, y con los pagarés del Tesoro ha sido, de hecho, la forma más utilizada de representación de la deuda. No obstante, supone una ampliación del concepto legal de deuda del Estado y del Tesoro establecido en la ley citada, cuya falta de concordancia con la realidad actual de la deuda pública es manifiesta.

El nuevo sistema comporta una simplificación de los procedimientos de gestión muy importante, que, sin embargo, no se traducirá en una reducción paralela del coste, debido a su aplicación limitada a una parte de la deuda y a que la existencia de transformaciones y, por tanto, de títulos obliga a mantener en paralelo los procedimientos de gestión aplicados en la actualidad.

Cabe esperar una reducción del coste de financiación por la vía de la expansión y perfeccionamiento de los mercados de deuda. A ello contribuirán la supresión de la intervención de fedatario público, la posibilidad de nuevas operaciones y de nuevos instrumentos que acomoden mejor las modalidades de inversión en deuda pública a las necesidades de los inversores. No debe ignorarse, sin embargo, que el nuevo mercado tiene un coste organizativo y de funcionamiento no necesariamente barato, y que, si

bien será sostenido por los usuarios a través de las tarifas, sin duda será trasladado al Estado a través de los tipos de interés.

Finalmente, con la introducción del sistema, el Estado contribuye a abrir nuevas posibilidades de instrumentación de la política monetaria, al tiempo que mantiene su liderazgo en la evolución y desarrollo en España de los mercados de renta fija a largo plazo. Este carácter experimental y pionero es un rasgo importante del nuevo sistema en relación con la evolución futu-

ra de los mercados españoles de valores, cuya eficacia no sólo es fundamental para mejorar los procesos de financiación de la economía española, sino también para hacer frente a la situación derivada de la integración en la Comunidad Económica Europea.

NOTA

(1) Estando en prensa este número, se ha publicado la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 11 de junio de 1987 por la que se regula la emisión de letras del Tesoro durante el ejercicio de 1987.