

LA CENTRAL DE ANOTACIONES Y SU OPERATIVA*

Sebastián UBIRIA ZUBIZARRETA

El sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado, configurado por recientes disposiciones (1), constituye un paso importante en los procedimientos de tenencia, gestión y transmisión de valores dentro de nuestro sistema financiero. Si bien el ámbito de aplicación de la mencionada normativa se circunscribe a los activos financieros públicos emitidos por el Estado, existen aspectos que sin duda tendrán influencia en el desarrollo futuro del conjunto del sistema financiero.

En lo que sigue se realizará, en primer lugar, una descripción del modelo sobre el que opera el sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado, con especial atención a su consistencia y coherencia interna, así como del papel a desempeñar por la Central de Anotaciones y las prestaciones que cabe esperar de su funcionamiento; finalmente, se hará referencia a los objetivos que deben cubrirse con su implantación y al catálogo de temas pendientes relacionados con el perfeccionamiento y profundización en el desarrollo del mercado secundario.

El sistema de anotaciones en cuenta es un procedimiento sustitutivo —en la gestión, tenencia y transmisión de valores— al configurado sobre títulos-valores. Presenta las ventajas de facilitar, de un modo más seguro y eficiente, tanto la tenencia como el ejercicio de derechos y su transmisión en el mercado secundario, con menores riesgos operativos y mayores dosis de control interno.

Hay que tener en cuenta que en la actualidad no existe ningún sistema que se desenvuelva sobre la efectiva y literal movilización de los títulos emitidos en masa en el momento de la transmisión en el mercado secundario o en el ejercicio de derechos. En la práctica, existen importantes restricciones a la movilización, impuestas por razones de índole operativa. Los profesionales de los mercados financieros cono-

cen sobradamente los incidentes de numeraciones y contracciones numéricas que se producen en los procesos de liquidación, y los emisores saben de los mismos errores en el ejercicio de derechos, realizados a la postre por registros computerizados. Los sistemas interpuestos entre el tenedor de los títulos y los mismos títulos constituyen una de las fórmulas para conseguir, de forma ordenada, el objetivo de inmovilización parcial. Estos sistemas plantean todos los problemas conceptuales derivados de la puesta en cuestión de la coincidencia entre título y tenedor del valor, aun en régimen de depositante, que posteriormente surgirán en los sistemas sustitutivos.

El sistema español, desarrollado al amparo del Decreto 1.128/74, se sustenta en la figura del «depósito especial» en las entidades depositarias adheridas al sistema de liquidación, de tal manera que la coincidencia entre los registros informatizados que acreditan la titularidad (referencias técnicas) y el total de títulos incluidos en el sistema sólo se dará siempre que el saldo neto para cada valor de los «depósitos especiales» y, por tanto, pendientes de cancelación de todas las entidades depositarias adheridas sea igual a cero. Realmente, la consistencia del modelo se apoya sobre el principio de que los saldos pendientes de liquidación sean controlados de modo continuo, cumpliendo la premisa anterior.

El sistema de cancelación de saldos de «depósitos especiales» funciona esquemáticamente del modo siguiente: una entidad adherida con valores incluidos en el sistema de fungibilidad, en un hipotético momento cero, tendría títulos-valores por un importe equivalente a los saldos de los que es depositaria, por lo que sus depósitos especiales tendrían saldo cero; a lo largo del mes realiza operaciones por cuenta de sus clientes, para cuya liquidación no se movilizan

los títulos, siendo a final de mes acreedora o deudora neta de títulos frente a las restantes entidades depositarias. Las operaciones se han liquidado sin tráfico físico de títulos, con unas reglas de liquidación prefijadas y no interferidas por los problemas administrativos y materiales que se hubieran derivado del mismo. Al final del período (en la actualidad un mes) las entidades con «depósitos especiales» cancelarán los saldos deudores o acreedores surgidos durante el mismo, traspasándose físicamente títulos y restableciendo la correspondencia entre los títulos en su poder y los saldos depositados. En la práctica, dado que este proceso de cancelación se hace con un desfase temporal bastante importante, nunca se produce —por solapamiento de períodos— una coincidencia exacta entre los títulos en depósito y los saldos depositados. En el funcionamiento práctico del modelo de cancelación de saldos expuesto se han ido incorporando algunas reglas tendentes a disminuir la movilidad de los títulos y a permitir la emisión de láminas comprensivas de un mayor número de títulos. Por esta razón, en la cancelación de saldos no se ajusta por títulos unitarios, sino por importes superiores, quedando sistemáticamente «restos»; asimismo, existen «paquetes» identificados y cerrados comprensivos de un alto número de títulos que se transmiten, en los procesos de cancelación, sin trámite de recuento.

Todos estos procedimientos hacen que el sistema realmente funcione —aunque sin reconocimiento formal— sobre un sistema de cuentas más que sobre el depósito físico de títulos. En efecto, para conocer la situación de un depositario en un determinado momento resulta indispensable complementar los depósitos de títulos-valores incluidos en el sistema en su poder con los saldos acreedores o deudores pendientes de cancelación. El ejercicio de derechos en este sistema es complejísimo, porque inicialmente es promovido por los tenedores de los títulos —entidades depositarias adheridas— para posteriormente proceder a las correcciones por ajuste de saldos pendientes de cancelación, al tiempo que se resuelven eventuales incidencias o descuadres en los saldos de depósitos especiales. Con frecuencia, todo ello tiene como consecuencia retrasos en la percepción de los derechos económicos por parte de los titulares.

Los problemas conceptuales planteados en un sistema sustitutivo, como el de anotaciones, o en un sistema interpuesto entre títulos y titulares, como el descrito, son similares, aunque probablemente aquél resuelve de modo más sencillo,

seguro y consistente dichos problemas al garantizar el control continuo del sistema.

El modelo de sistema y Central de Anotaciones se desarrolla muy singularmente sobre la larga experiencia acumulada en nuestro país con diversos instrumentos. El esquema de movilización de los ya desaparecidos bonos del Tesoro, los certificados de depósito del Banco de España y los certificados de regulación monetaria constituye el antecedente de la Central de Anotaciones. El actual régimen operativo de los pagarés del Tesoro constituye el antecedente más directo, y contiene prácticamente todos los elementos del modelo. Esta observación es relevante porque contradice algunas posiciones que atribuyen al modelo una especie de salto en el vacío o explican su origen en una cierta suerte de trasplante mimético de modelos de otros países. Obviamente, esas experiencias han sido observadas con atención, pero hay que reiterar la larga experiencia propia y la continuidad del modelo respecto de los mencionados antecedentes.

El sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado es un sistema concebido para un solo emisor —el Tesoro— y gestionado por él mismo, o —de modo más preciso— por el Banco de España, en su calidad de agente del Tesoro, a través de la Central de Anotaciones. El sistema admite, por supuesto, la gestión de diversas emisiones, sin restricciones con respecto a la heterogeneidad de sus características.

Los valores emitidos e incorporados al sistema están materializados en saldos en cuentas en la Central de Anotaciones. (Quizá habría que hablar de «inmaterializados», en la medida en que no se otorgue entidad material al contenido de un registro informático.) La Central de Anotaciones controla el fraccionamiento del importe global de los saldos de una misma emisión mediante su asignación a cuentas específicas abiertas en la propia Central, con titularidad conocida, y garantiza que la suma de saldos del conjunto de las cuentas sea igual al saldo global de la parte de la emisión materializada en anotaciones. Las distintas «porciones» de saldos de una misma emisión son indistintas e inidentificables (en el sentido en que lo serían las numeraciones de títulos-valores) y, en consecuencia, plenamente fungibles, aunque se conoce con precisión la cuenta a la que están asignadas.

El sistema se desarrolla sobre el principio de la voluntariedad, y con este fin se prevé la posibilidad permanente de transformación entre anotaciones y títulos-valores. Es la propia Cen-

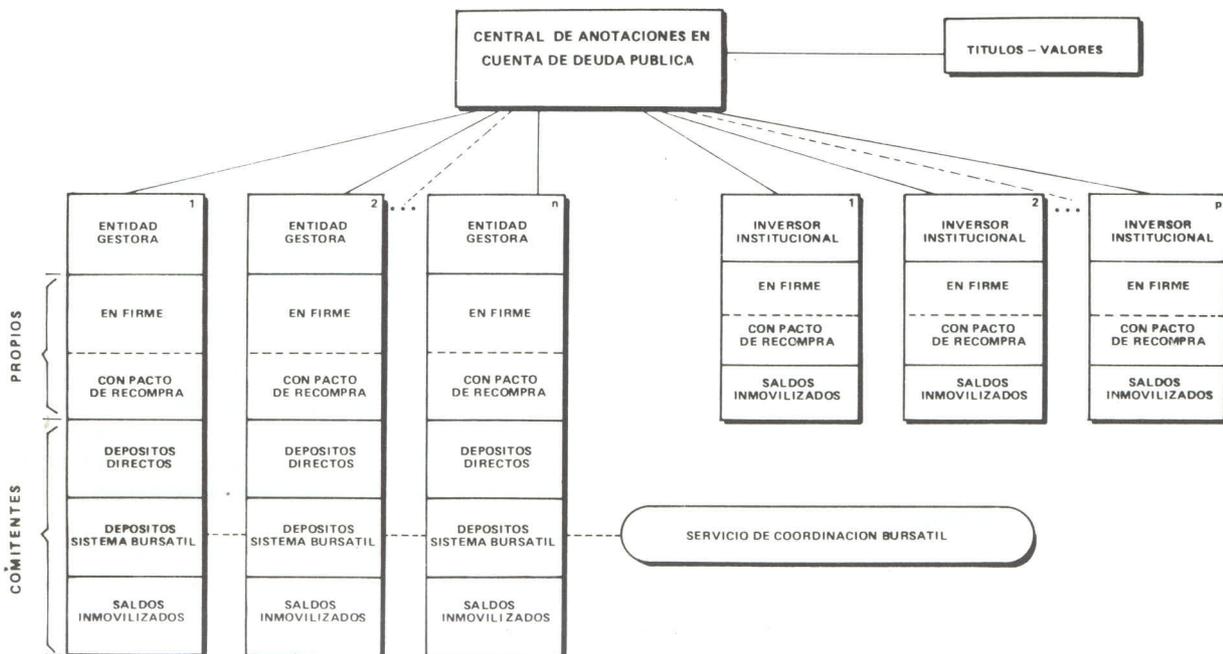
tral la que controla el número de títulos-valores en circulación, ya sean procedentes del momento de la emisión o de posteriores transformaciones desde anotaciones, y que no hayan sido a su vez cancelados por transformación a anotaciones. De este modo, la Central garantiza que, para cada emisión, la suma de los saldos en anotaciones más los títulos-valores en circulación equivalga al total emitido. Resulta obvio que el régimen al que se verán sometidos los títulos-valores será el actualmente vigente, de ahí que en la normativa únicamente se haga referencia a éstos para abordar el régimen de transformación.

Quizá, a juicio de algunos, el mantenimiento del principio de la voluntariedad no resulte indispensable, y podría haberse planteado el sistema de anotaciones como un procedimiento exclusivo y excluyente, renunciando a tal principio. Ello, en efecto, simplificaría el modelo, eliminando la parte relativa a la transformación, sin afectar al esquema general. Existen, sin embargo, algunas razones para inclinarse por la fórmula adoptada y el mantenimiento del principio de voluntariedad. Entre ellas cabe mencionar que, por una parte, ante los inevitables riesgos que, sobre todo desde el punto de vista jurídico, suponen la implantación y consolidación de un nuevo sistema, conviene mantener, cuando menos transitoriamente, el citado principio. Por otro lado, y desde el punto de vista del funcionamiento del mercado secundario de deuda

del Estado, la implantación del nuevo sistema con carácter discriminatorio para algunas emisiones quebraría su unidad ante las diferentes prestaciones y costes a que estarían sometidas las distintas emisiones; el principio de voluntariedad permitirá que el propio mercado se decante por el sistema más eficiente. Hay que constatar, además, que la experiencia propia y ajena en la implantación de sistemas correctores o sustitutivos se ha producido, casi sin excepción, bajo este principio, probablemente atendiendo a un elemental sentido de prudencia.

En el sistema de anotaciones se considera que el valor está materializado en los saldos en la Central de Anotaciones, y son éstos los que generan los derechos económicos en la liquidación de intereses periódicos y en la amortización. La propiedad se acredita por la adscripción del saldo a una cuenta de valores específica en la Central de Anotaciones, y se traspasa mediante órdenes de transferencia cursadas sobre dichas cuentas. Existen, sin embargo, restricciones para mantener cuentas en la Central de Anotaciones, lo que está limitado a las entidades financieras calificadas para ello y que cumplan las exigencias a las que más adelante se hará referencia. Los restantes inversores podrán mantener sus saldos en anotaciones en cuenta en alguna entidad específicamente calificada para ello, y a las que se denomina entidades gestoras. Estas últimas entidades podrán man-

SISTEMA DE CUENTAS DE LA CENTRAL DE ANOTACIONES DE DEUDA DEL ESTADO



tener en sus cuentas saldos separados de sus clientes y registros que identifiquen su titularidad. El conjunto agregado de registros por cada emisión en una entidad gestora debe coincidir estrictamente con el saldo separado en su cuenta en la Central de Anotaciones. De este modo, el valor se encuentra localizado en la Central de Anotaciones, y la adscripción individual, que acredita la propiedad, en los registros de la entidad gestora. Para ello es indispensable que se cumpla estrictamente la condición anteriormente enunciada de que el saldo separado de terceros, para cada valor, en cada entidad gestora coincida exactamente con la suma de los registros existentes en la misma. Esto es lo que hace que en la normativa dictada se diga que a las entidades gestoras se les atribuyen funciones registradoras.

Las entidades financieras con acceso a la Central de Anotaciones podrán mantener y movilizar saldos de su propia cartera materializados en cuentas bajo su titularidad. Estas entidades deberán estar inscritas en alguno de los registros en el Ministerio de Economía y Hacienda o en el Banco de España que en las propias normas se determinan. Deberán, además, cumplir las formalidades administrativas que se establecen para el funcionamiento de la Central de Anotaciones y aportar las garantías financieras y técnicas que se requieran. Estas últimas exigencias proceden de la necesidad de hacer frente a los riesgos específicos que comporta el acceso a la Central de Anotaciones, y que paso a paso se examina a continuación.

En efecto, uno de los cometidos desempeñados por la Central de Anotaciones es el de dar servicio de compensación y liquidación a las entidades con acceso a la misma en cuentas bajo su titularidad. En este ámbito, que podríamos denominar de mercado de profesionales o mercado mayorista, la Central ofrece como prestación la liquidación simultánea de nominales y efectivos. Ello permite el desarrollo de mercados muy ágiles, con alto grado de eficiencia y bajo nivel de incertidumbre respecto a los problemas administrativos y operativos que surgen en los procesos de compensación, y muy en particular en los procesos de compensación separada de valores y de efectivo. La interconexión entre las entidades participantes en el mercado y la Central de Anotaciones por procedimientos de teléfono y télex, y en el futuro mediante enlaces computerizados, permite además la rápida ejecución de los procesos de compensación con liquidaciones en el propio día. La participación en este régimen operativo requiere ciertos niveles de profesionalidad, de dota-

ción técnica y de solvencia financiera, cuya ausencia podría someter al sistema a unos riesgos que pusiesen en peligro su propia viabilidad y que justifican la formulación de los requisitos a que anteriormente he hecho referencia. Hay que reiterar que la experiencia respecto a esta mecánica operativa está larga y altamente acreditada por los once años de funcionamiento del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero en el Banco de España.

En consecuencia, la Central de Anotaciones recibe comunicación de las operaciones concertadas en el ámbito de la contratación, mediante confirmaciones realizadas por los propios agentes participantes en las mismas, y ejecuta los apuntes correspondientes tanto en las cuentas de valores como de efectivo, siempre que hubiera saldo para ello. Obviamente, la ejecución de estos procesos lleva aparejados trabajos de comprobación y resolución de incidencias en los que se garantice la ausencia de descubierto de valores.

Para el caso de las operaciones de compraventa con compromiso de reventa, comunicadas como tales a la Central de Anotaciones, en las que existe un compromiso futuro de ejecución de una compraventa, la Central garantiza el bloqueo del saldo de valores, de tal modo que, llegado el momento del cumplimiento del compromiso, no pueda suceder que quien tenga que aportar los valores no disponga de saldo. Este bloqueo se instrumenta mediante la restricción de que los saldos de un titular sujetos a compromisos futuros registrados en la Central de Anotaciones no puedan ser vendidos a plazos superiores a la fecha del compromiso.

Finalmente, como subproducto de la Central de Anotaciones, se obtiene una información estadística que se revierte diariamente al mercado a nivel agregado y posee un alto valor para el desenvolvimiento del mismo.

Entre las entidades con acceso a cuentas bajo su titularidad en la Central de Anotaciones existirán algunas que, bajo la denominación de entidades gestoras, y especialmente autorizadas para ello, podrán mantener en sus cuentas saldos de clientes. Estos saldos figurarán en la Central de Anotaciones expresamente separados y deberán corresponderse con los registros nominativos en la propia entidad gestora. Las entidades gestoras deberán estar sujetas no sólo a las exigencias de garantías técnicas y financieras necesarias para participar en el sistema de compensación de la Central de Anotaciones, sino también a las adicionales que se derivan de la función que se les atribuye en relación a la clien-

tela. La normativa dictada prevé el requisito de autorización expresa del emisor —Tesoro— para adquirir la calificación de entidad gestora. Estas entidades deberán comunicar diariamente a la Central de Anotaciones los saldos agregados por cada valor, que deben figurar separados en virtud de sus relaciones con los clientes. A efectos de supervisión, tanto del buen uso del sistema como de las prácticas de mercado, las entidades gestoras deberán comunicar a la Central de Anotaciones con posterioridad, periódicamente, los datos de sus registros que permitan comprobar la coincidencia entre los mismos y el saldo separado, y las condiciones en que se realicen las transacciones en el mercado secundario. Nuevamente, con alguna demora, la Central podrá revertir información agregada de las condiciones de negociación en el ámbito del mercado detallista.

En el sistema actual está previsto que, para la deuda a medio y largo plazo, la información que transmiten diariamente las entidades gestoras a la Central de Anotaciones quede reducida al saldo agregado de sus comitentes, separado por cada valor. No se recaba información detallada en el día de cada una de las operaciones que realizan las entidades gestoras con sus clientes, que es la que permitiría mantener el control de la inmovilización de saldo para fechas posteriores a los compromisos de reventa adquiridos. Los saldos separados de clientes son, en consecuencia, considerados operativamente como saldos cedidos hasta el vencimiento, y llevan incorporada la restricción al encadenamiento de operaciones con compromiso de recompra.

Existen razones técnicas para el mantenimiento de esta restricción, puesto que por los actuales procedimientos de teléfono, télex o telefax no sería posible obtener, en línea, la masa de información que sería precisa. Sin embargo, no se puede argumentar que la actual limitación tecnológica sea la única relevante. Incluso en el caso de que tal restricción no existiera, sería dudoso que la transmisión de tal masa de información resultase económicamente viable. Existen mercados en que se ha llegado a la conclusión de que ello encarecería de tal modo las transmisiones que pondría en peligro su propia existencia. Existen, sobre todo, razones de orden financiero que aconsejan que las operaciones de cesión temporal a plazos muy cortos se sustenten sobre activos a corto plazo, ya que con ello se evitan los riesgos de tipo de interés que para la entidad gestora se generan.

En el esquema completo del sistema de anotaciones está prevista la supresión de esta res-

tricción para los activos a corto plazo —letras del Tesoro—, aunque ello tenga la servidumbre de someter a una gran presión los sistemas de transmisión entre entidades gestoras y la Central de Anotaciones. Carece de sentido, por las razones antes señaladas, extender esta facilidad a todos los activos negociados. No son acertadas algunas posiciones, que en ocasiones se detectan, por las que todos los activos, cualquiera que sea su modalidad, deberían tener las mismas facilidades y restricciones.

Las entidades gestoras, además de las obligaciones con respecto a la Central de Anotaciones y la sujeción a los sistemas de inspección que lleve aparejados, tienen atribuidas en sus relaciones con la clientela las funciones de compensación y liquidación en el mercado detallista y las gestiones de ejercicio de derechos y amortización de los reembolsos abonados a las entidades gestoras por la Central de Anotaciones por los saldos mantenidos en la misma. El desarrollo normativo provee de algunas reglas a que habrán de estar sujetas las entidades gestoras para desarrollar su función de compensación y liquidación con los clientes, que fácilmente se deducen de la descripción del modelo hasta aquí realizada. La exigencia de que los registros de la entidad gestora coincidan con los saldos separados en la Central de Anotaciones requiere que entre el momento de la concertación o contratación de operaciones recogidas en los diversos puntos de la red y la efectiva incorporación a sus registros (y separación de saldos en la Central) exista un desfase, absolutamente habitual en todos los mercados financieros, atribuible al proceso de compensación y liquidación.

Con objeto de clarificar las relaciones entre entidades gestoras y clientes, y evitar malas prácticas, la normativa prevé —en defensa del consumidor— la existencia de un resguardo normalizado por el que el cliente de una entidad gestora tenga constancia de la exacta identificación del valor objeto de una transacción, su identificación en el registro de la entidad y las condiciones de valoración en que la misma haya sido realizada. Asimismo, se prevé la homologación, por parte de las entidades gestoras, de procedimientos propios, diferentes al resguardo normalizado, siempre que ofrezcan las mismas prestaciones y garantías que éste; y esta opción se sustenta en que, con toda probabilidad, muchas entidades gestoras podrán encajar en sus procesos administrativos y en sus relaciones con la clientela un modelo de propio diseño que no reste fiabilidad al sistema.

El resguardo no es negociable, ni transmisible, ni representativo del valor, ya que la materialización de éste se localiza en las propias anotaciones y su titularidad se identifica en los registros de la entidad gestora. La atribución al resguardo de estas características invalidaría el propio modelo, ya que la transmisión requeriría la cancelación del resguardo, representativo del valor, y, por tanto, exigiría su desplazamiento. Con ello se habría retornado al principio del proceso, en que se requería la transmisión material del documento. Hay que subrayar que estamos ante un sistema registral y que, en consecuencia, la titularidad se acredita o comprueba acudiendo al propio registro. Desde éste se podrá, en consecuencia, expedir un documento que certifique la situación o el movimiento experimentado en el registro en un momento dado —esto es lo que hace el resguardo—, pero este documento no podrá certificar la situación del registro en momentos diferentes a los que en el documento se hacen constar.

El sistema no sólo prevé la existencia de entidades gestoras con relaciones directas con sus clientes, sino también fórmulas de participación de un conjunto de entidades gestoras en un sistema específico y multilateral de compensación. Muy en concreto, las Bolsas Oficiales de Comercio podrán establecer sus procedimientos para la negociación y compensación y liquidación de deuda materializada en anotaciones, y eventualmente no existirían restricciones técnicas para el establecimiento de otros sistemas multilaterales. Con este objeto, en el esquema normativo se promueve la figura de las «entidades gestoras adheridas» al sistema bursátil, que serán aquellas entidades gestoras que cumplan los requisitos para incorporarse a este sistema de compensación específico. En el esquema operativo se prevé con este fin que las entidades gestoras adheridas mantengan un segundo grupo de saldos separados en sus cuentas en la Central de Anotaciones, de tal modo que se facilite una organización específica en los procesos de compensación multilaterales, pero integrados en el sistema de tenencia y formalización de derechos del conjunto del sistema de anotaciones.

El desarrollo normativo especifica las reglas a que estarán sujetas las entidades gestoras, con objeto de que los inversores puedan desplazar sus saldos entre entidades gestoras y entre éstas y el sistema bursátil, estableciendo con precisión los plazos de ejecución de tales traspasos y los derechos que les amparan. Desde el punto de vista de funcionamiento de mercado, el aspecto más importante será, no obstante, la consecución de la transparencia y publicidad en los

procedimientos de cotización y los mecanismos de supervisión que se desarrollen al efecto. En el mismo orden de temas, debe considerarse la especificación precisa de los requisitos administrativos y plazos para la transformación entre anotaciones en cuenta y títulos-valores y viceversa.

Uno de los problemas más delicados, que debe ser motivo de permanente atención por parte de los órganos encargados de la vigilancia y supervisión del sistema financiero, es el de la unidad de mercado. Conviene aclarar que la unidad de mercado no se alcanza mediante el establecimiento, por decisión administrativa, de una sola ventanilla o mostrador por el que deba circular toda la contratación; este camino no garantiza en modo alguno la consecución de este objetivo. La unidad de mercado requiere transparencia y publicidad en las condiciones de contratación, y prácticas correctas de los agentes que intervienen en el mercado, en particular los agentes profesionales. El sistema de anotaciones prevé de difusión diaria a la contratación de operaciones en el ámbito de las entidades financieras, que sin duda debe servir de referencia para el resto del mercado; prevé, además, la difusión retrasada de la contratación en el ámbito detallista y el seguimiento de las prácticas de las entidades gestoras. La unidad del mercado sólo será posible con la efectiva consecución de la transparencia y publicidad, y con el fortalecimiento de los mecanismos de supervisión de las prácticas del mercado, cuestiones todas ellas que requerirán un importante desarrollo normativo durante los próximos meses.

Un tema interesante, que indudablemente tiene aspectos jurídicos que deberán examinarse con detenimiento, es el de la posibilidad de formalización de garantías en base a la titularidad de la deuda anotada. Además de la evidente opción de transformación a títulos-valores para la formalización de garantías sobre los mismos, el sistema de anotaciones prevé una fórmula de bloqueo de saldos en la Central de Anotaciones y la extensión de certificación por la propia Central. Este certificado deberá ser nominativo, no transferible, extendido para un fin específico, que deberá constar en el propio documento, y —a diferencia de los resguardos antes mencionados— sí será representativo del valor. Es decir, su titular podrá acreditar con el mismo la titularidad de un saldo bloqueado. Ello significa que para recobrar la movilidad del saldo, a efectos de transmisión o amortización, es indispensable la previa cancelación del mismo y, por tanto, la movilización del propio certificado y su presentación física. Estará sujeto, en consecuen-

cia, a la problemática propia de todos los supuestos de destrucción, pérdida, robo, etc. Parece obvio que este documento permitirá garantizar la existencia del saldo, la titularidad y su inmovilización. No obstante, convendría remitirse a los expertos en materia jurídica para dilucidar la posibilidad o las restricciones a que se verá sujeta la constitución sobre la deuda anotada de garantías reales y prendarias.

No sería justo, antes de finalizar la descripción del modelo de anotaciones en cuenta de deuda del Estado, evitar alguna referencia al tema fiscal. La Central de Anotaciones no tiene ninguna función de control fiscal, ya que la comunicación de registros a la Central de Anotaciones por parte de las entidades gestoras carece de carácter nominativo, restringiéndose a los objetivos antes mencionados. Ello no significa, sin embargo, que el sistema de anotaciones presente el riesgo de una mayor opacidad o dificultad para el control fiscal. Muy al contrario, cualquier sistema registral ofrece más posibilidades de control que un sistema desarrollado sobre títulos al portador. Ciertamente es que en nuestro país se ha instrumentalizado la función de los fedatarios públicos con fines fiscales, y que a la existencia de títulos al portador se ha superpuesto el control de la fe pública en las transmisiones, lo que no significa exactamente pasar de un sistema al portador a un sistema registral. La supresión de la obligación de intervención de fedatario público en las anotaciones en cuenta pone, en cierto modo, en cuestión este mecanismo de control. Pues bien, el paso a un modelo auténticamente registral y computerizado, en el que se garantiza la coherencia entre los diversos registros, ofrece unas posibilidades de desarrollo de mecanismos de control fiscal muy superiores. El temor, más bien, podría localizarse en que la administración fiscal proceda una vez más con criterios de comodidad o de facilidad y, renunciando a otros criterios de equidad, coloque a los valores del Estado en situación de inferioridad respecto a otros activos financieros.

Llegados a este punto, conviene recapitular los objetivos perseguidos con el establecimiento del sistema de anotaciones. Pueden citarse tres que tienen un alto grado de interrelación. En primer lugar, las necesidades de financiación del sector público demandan el desarrollo de procedimientos eficientes de colocación de activos financieros, apoyados, a su vez, en mercados secundarios amplios, que permitan la obtención de recursos suficientes en condiciones razonables. La articulación del sistema de anotaciones propuesto sentará las bases para cubrir esta demanda. El tema tiene tal trascendencia

que podría afirmarse que, de no existir el mencionado procedimiento de colocación de activos financieros por parte del Estado, el futuro de su financiación pasa indefectiblemente por la financiación vía elevación de coeficientes a las entidades financieras. Ello no significa que el sistema de anotaciones excluya del riesgo de elevación de coeficientes, sino más bien que este procedimiento permitiría decisiones en uno u otro sentido, y que en su ausencia la financiación por la vía de la elevación de coeficientes parece ineludible.

En segundo lugar, la implantación del sistema de anotaciones permitirá el desarrollo de mercados secundarios amplios y profundos, apoyados en un núcleo de mercado de entidades altamente profesionalizadas que dotarán de fluidez al conjunto del mercado y deberán garantizar la existencia de contrapartida. El desarrollo del mercado secundario apoyará, evidentemente, las colocaciones primarias, introducirá elementos de competencia en el sistema financiero y —lejos de perjudicar la colocación de activos privados— facilitará la creación de una estructura de agentes especializados que extenderán su actividad a la negociación de los mismos.

En tercer lugar, la existencia de un mercado secundario amplio permitirá la instrumentalización de una política monetaria más ortodoxa, con una difusión de las intervenciones más rápida y eficiente y menos traumática.

Tras el establecimiento de la normativa básica para la articulación del sistema de anotaciones en cuenta, se presenta un catálogo de temas pendientes que conviene enumerar.

En primer lugar, la potenciación del núcleo del mercado, promoviendo el perfeccionamiento de los sistemas de contratación y difusión de precios y la consolidación de agentes especializados. Ello exigirá alguna iniciativa normativa y el fortalecimiento de los mecanismos de supervisión, particularmente en el terreno de la medición de los riesgos de tipos de interés en el ámbito de los agentes especializados. Este tema, sobre el que habrá que remitirse a otros trabajos, deberá ser objeto de especial atención durante los próximos meses. Hay que señalar —y esto lo conocen bien los profesionales del sector— que en este momento se está asistiendo a un importantísimo desarrollo tanto del grado de profesionalización y especialización de los agentes participantes en el mercado como de la tecnología aplicada a los sistemas de contratación y difusión de precios.

En segundo lugar, el perfeccionamiento de las

reglas de funcionamiento del mercado detallista, ahondando en los criterios de defensa del ahorrador y facilitando la creación de instrumentos, por parte de los intermediarios financieros, flexibles o a la medida, apoyados en los propios valores públicos.

En tercer lugar —aunque quizá el primero en importancia—, la consolidación de la política de emisiones públicas, con técnicas de emisión transparentes y creíbles, y una gama de instrumentos con diversos plazos de maduración que permita, por un lado, al Tesoro manejar adecuadamente el plazo medio de la deuda en circulación y, por otro, ofrezca a los inversores institucionales o individuales una gama de activos financieros que cubran la demanda para sus inversiones de cartera y que se encuentren apoyados por un auténtico mercado secundario.

Finalmente, es preciso resaltar que el contraste de las experiencias de otros países permite constatar que durante las últimas décadas el sistema de tenencia de valores públicos se ha visto, con carácter general, modificado, posiblemente bajo el impulso de las necesidades de financiación del propio sector público. Y que también, con carácter general, ello ha alentado, a la postre, una modificación del sistema de tenencia de valores privados. El sistema de anotaciones constituye, en este aspecto, un importante paso en el camino de la homologación de nuestro sistema financiero. Pero hay que considerar que

se abre ante nosotros un importante número de retos: por un lado, en el plano institucional, retos en el ámbito del desarrollo de la doctrina jurídica, retos en lo que se refiere a la ordenación del sistema financiero y retos en el ámbito de la supervisión, en los que será preciso fortalecer la óptica del control de riesgos, la transparencia del mercado y la defensa del consumidor. Por otro lado, en el plano privado, el reto de la profesionalidad de los agentes financieros enfrentándose a reglas y riesgos de mercado, el reto de la adopción de nuevas tecnologías en los ámbitos de la cotización, contratación e intermediación, y el reto del perfeccionamiento de los sistemas de compensación. Todos estos temas tienen especial relevancia ante la perspectiva de que en los próximos años vamos a asistir en los mercados financieros al establecimiento de sistemas de contratación e incluso de liquidación de ámbito mundial, ante los que una adaptación en los planos institucional y privado resulta indispensable.

NOTAS

(*) Versión revisada de la conferencia del mismo título en el ciclo de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado.

(1) Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, Ordenes Ministeriales de 19 de mayo y 11 de junio de 1987 y circulares del Banco de España números 16/87 y 20/87.