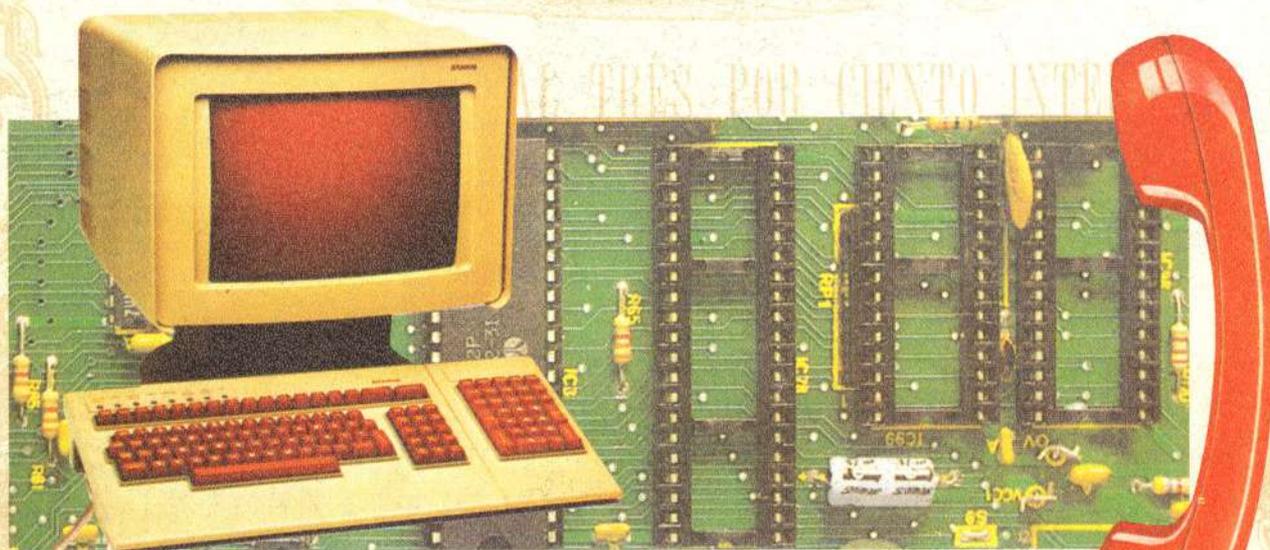


PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL



ANOTACIONES EN CUENTA DE DEUDA PÚBLICA

SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO



OBRA SOCIAL DE LA CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS

El sistema financiero español vive hoy una situación de cambio. Su proceso de modernización y reforma ha dado origen a nuevas instituciones y a la alteración en su funcionamiento de muchas de las ya existentes.

Facilitar un conocimiento mejor del sistema financiero español en la actualidad constituye el propósito de los SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA.

Con tal finalidad, los SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA tratan de facilitar a sus lectores una contemplación de nuestra actual realidad financiera, analizando las principales instituciones que la integran, así como su operativa y funcionamiento. Ese estudio de las instituciones del sistema financiero español se complementará con la valoración de sus principales problemas, que trataremos de obtener de quienes conocen o dirigen diariamente sus actividades.

Aspiramos a que estas tareas se realicen en el marco de los principios que presiden la actuación de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

- Plena libertad intelectual de nuestros colaboradores.
- La responsabilidad de las opiniones emitidas y el respaldo riguroso de las afirmaciones realizadas para avalar adecuadamente tanto los planteamientos como las soluciones a los problemas estudiados.
- El compromiso de las opiniones con los problemas planteados por el sistema financiero español.
- La búsqueda y la defensa de los intereses generales en los temas objeto de tratamiento.
- La colaboración y sugerencias críticas de los lectores para que nuestros SUPLEMENTOS logren el propósito que con ellos pretendemos.

* * *

P.V.P.: 1.650 ptas. IVA incluido.

Pedidos e información:

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.

Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid.

Teléfonos: 250 44 00/02

FE DE ERRATAS

En las páginas 3 y 110 aparece don Arturo de la Lama como perteneciente al Servicio de Estudios del Banco de España cuando en realidad lo es del Banco de Bilbao.

Kosko 13-10-87
1650

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

Suplementos sobre el Sistema Financiero

19

1987

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

PATRONATO

ALVARO VILLAGRAN Y DE VILLOTA <i>(Presidente)</i>	FRANCISCO COSTABELLA PAPIOL
JOSE JOAQUIN SANCHO DRONDA <i>(Presidente de Honor de la CECA)</i>	JULIO FERNANDEZ GAYOSO
MARIANO NAVARRO RUBIO <i>(Presidente de Honor de la Fundación FIES)</i>	FRANCISCO FERNANDEZ JARDON
MIGUEL ALLUE ESCUDERO	JOSE EMILIO NIETO DIEGO
JOSE ANTONIO BONTIGUI ZUBIAURRE	MANUEL OCEN GONZALEZ
MIGUEL CASTILLEJO GORRAIZ	MATEO RUIZ ORIOL
LUIS CORONEL DE PALMA	CARLOS SISTIAGA COARASA
	MIGUEL DE UNAMUNO PEREZ
	JOSE MARIA VARGAS-ZUÑIGA Y LEDESMA
	AVELINO VILA OTERO

CONSEJO DE REDACCION DE SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO

ENRIQUE FUENTES QUINTANA <i>(Director)</i>	JOSE EMILIO NIETO DIEGO
XABIER ALKORTA ANDONEGI	EUGENIO PELLICER PEREZ
JOSE ANTONIO ANTON PEREZ	VICTOR PEREZ DIAZ
JOSE CARPIO MARTIN	JUAN RAVINA MENDEZ
JOSE MARIA CASADO RAIGON	JAIME REQUEIJO GONZALEZ
JOSE LUIS DE ECHARRI GONZALO	MATEO RUIZ ORIOL
CARLOS EGEA KRAUEL	JOAN TORRES PICAMAL
JULIO FERNANDEZ GAYOSO	JUAN LUIS URANGA SANTESTEBAN
JOSE GARCIA LOPEZ	VICTORIO VALLE SANCHEZ
FERNANDO GONZALEZ OLIVARES <i>(Redactor-Jefe)</i>	JOSE MARIA VARGAS-ZUÑIGA Y LEDESMA
JUAN JOSE GRAVALOS LAZARO	JOSE VILARASAU SALAT
JOSE LUIS MENDEZ LOPEZ	MERCEDES VILLACIAN PEÑALOSA
	ALVARO VILLAGRAN Y DE VILLOTA

Coordinación gráfica

María Elena Leguina Vicens

Portada y diagramación

Línea Punto 3

Dibujos de Antonio Cruz Tordesillas

Edita

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social
Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros
Padre Damián, 48. 28036 Madrid

Imprime

Artes Gráficas Benzal, S. A.
Virtudes, 7. 28010 Madrid
Depósito legal: M. 402.—1980
ISSN: 02 12-5994

ANOTACIONES EN CUENTA

SUMARIO

- Introducción. **5**
Presentación, *Raimundo Ortega*. **9**
Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado. Análisis jurídico, *Manuel Mendoza*. **15**
Las anotaciones en cuenta de Deuda del Estado desde el punto de vista del emisor, *Ignacio Garrido Sánchez*. **22**
La Central de Anotaciones y su operativa, *Sebastián Ubiría Zubizarreta*. **28**
Criterios para la organización del mercado de deuda pública anotada, *José Pérez Fernández*. **36**

APENDICE LEGISLATIVO

- Ley 46/1985, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1986 (art. 4.º). **47**
Ley 21/1986, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1987 (art. 38.4). **47**
Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado. **47**
Consideraciones sobre la organización de un nuevo mercado de deuda pública (Banco de España. Borrador de trabajo), 14 de mayo de 1987. **52**
Orden de 19 de mayo de 1987 que desarrolla el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispuso la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado y por la que se delegan determinadas competencias en el Director General del Tesoro y Política Financiera. **57**
Circular del Banco de España núm. 16/1987, de 19 de mayo. Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado. **67**
Circular del Banco de España núm. 20/1987, de 9 de junio. Deuda del Estado. Entidades gestoras de anotaciones en cuenta. **77**
Orden de 11 de junio de 1987 por la que se dispone la emisión de Deuda del Tesoro, formalizada en Letras del Tesoro, durante 1987 y se modifican parcialmente las Ordenes de este Ministerio de 8 y 22 de enero y de 19 de mayo de 1987. **82**
Circular del Banco de España núm. 21/1987, de 16 de junio. Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Deuda del Tesoro. **86**
Resolución de 24 de junio de 1987, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, mediante la que se da cumplimiento a lo dispuesto en los artículos 8.º y 15 de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 19 de mayo de 1987, sobre aplicación del sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado. **88**
Resolución de 9 de julio de 1987, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se completa la de 24 de junio de 1987 de la misma Dirección General. **90**

OPINIONES

- La transformación de los mercados de deuda y de capitales, *Salvador Arancibia*, Sección de Economía y Trabajo de *El País*. **95**
Jonh Andreescu, Presidente del Consejo de Administración de Capital Markets Brokerage, S. A., y Capital Markets Software and Consulting, S. A. **99**
Carlos Cuervo-Arango, Subdirector de Gesmosa. **102**
Pedro García Ferrero, Presidente ejecutivo de S. I. de Activos Financieros, S. A. **104**
Pedro Guerrero Guerrero, Secretario de la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid. **107**
Arturo de la Lama, Servicio de Estudios del Banco de España. **110**
Quintín Padrón Delgado, Director general de la Caja de Ahorros de Canarias. **113**
Juan A. Palacios Raufast, Director general adjunto del Banco de Vizcaya. **115**
Mateo Ruiz Oriol, Director general de la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid. **119**
Pedro Zafra Arroyo, Director general de Intermoney. **121**
-

INTRODUCCION

ENDEUDAMIENTO Y DEFICIT PUBLICOS

Cuando se analiza el comportamiento del sector público en los años recientes, una de las características más destacadas de su evolución es el crecimiento vertiginoso de su endeudamiento. El problema tiene una cierta generalidad, como lo demuestran las cifras de la OCDE: entre 1975 y 1986 el endeudamiento bruto de las administraciones públicas pasó, para el conjunto de los países miembros, desde un 37,3 por 100 del PIB, como promedio, al 54,9 del PIB.

España no sólo no constituye una excepción a esta línea general de comportamiento, sino que se ajusta a la misma con rasgos aún más acentuados. Así, el endeudamiento bruto de las administraciones públicas aumentó desde un 12,9 por 100 del PIB en 1975 a un 46,2 en 1986.

Endeudamiento creciente que produce efectos indeseables en el funcionamiento del sistema económico. Un alto y creciente nivel de endeudamiento es un estímulo continuo hacia la generación de tensiones inflacionistas que obliga a una política monetaria compleja y constituye un factor de elevación de los tipos de interés a corto o a largo plazo (dependiendo de la forma de financiación) que puede generar los consabidos efectos de expulsión o *crowding out* para la financiación privada, deprimiendo el necesario aumento de las tasas de inversión neta, sobre todo en los supuestos más realistas de una economía como la española, con baja tasa de ahorro privado y con un empleo mayoritario de la deuda en la cobertura de un déficit ocasionado por el crecimiento de los gastos corrientes, con un fuerte contenido de transferencias.

Para nadie constituye posiblemente ya un secreto el carácter estructural que el endeudamiento tiene, dada la naturaleza igualmente estructural del *déficit público*, que constituye su

raíz. Un déficit cuantioso y persistente que se ha venido situando en los últimos años entre cinco y seis puntos del PIB y que se autoalimenta con la propia carga financiera de la deuda. Por otra parte, la propia estructura del gasto público —por la cuantiosa cifra que representan las transferencias corrientes— está generando, a pesar del déficit, un envilecimiento de los servicios públicos tradicionales que constituye una continua presión al alza del gasto, amenazando con la perpetuación del déficit público y del consiguiente endeudamiento, salvo que se atajen los problemas económicos reales que lo originan. No se olvide que, a fin de cuentas, lo que el déficit refleja es la existencia de problemas estructurales de la economía, cuya aplazada solución constituye fuente renovada de gasto público y de déficit ante la limitada capacidad de respuesta de un sistema tributario en el que los «gastos fiscales» y el fraude —en alguna medida fruto de su propia complejidad— tienen una vigorosa presencia.

Es obvio que una reducción o freno al endeudamiento público y al déficit estructural que lo sustenta requiere una decidida y amplia política económica que ataje los problemas que están en la base. No es un tema puramente financiero, como a veces se propende a presentarlo.

Sin embargo, no deja de ser cierto que la forma de financiación del déficit, y, por tanto, la naturaleza del endeudamiento público, tiene también trascendencia. Una buena financiación del déficit no va a resolver los problemas que éste crea en la economía, pero un inadecuado sistema de financiación puede añadir aspectos negativos adicionales a los males creados por el déficit público en sí mismo.

Existe un amplio consenso en el sentido de que la forma más correcta de financiación del déficit es mediante la emisión de una variedad

de formas de deuda pública (en plazo, rentabilidad, tratamiento fiscal, cuantía) que se ajuste a las posibilidades y demandas del mercado.

Las ventajas de este sistema de «vestir al mercado» según las características de la demanda sobre otros mecanismos alternativos, como la apelación directa al Banco de España o la colocación de la deuda por la vía forzosa de los coeficientes de inversión obligatoria de las entidades financieras, son claros. Permite una mejor instrumentación de la política monetaria, facilita la modernización del sistema financiero y refleja con toda claridad —a veces con crudeza— el coste del endeudamiento, sin sustraer esta importante y creciente partida de gasto financiero a la atención de quienes tienen la responsabilidad de aprobar el Presupuesto del Estado.

En España, históricamente, el camino del endeudamiento del Estado ha seguido la ruta menos ortodoxa. El recurso del Tesoro al Banco de España, que en 1975 representaba el 19,4 por 100 de los pasivos del Estado, ha ido creciendo hasta 1982, en que dicho porcentaje se elevaba al 46 por 100.

Sin embargo, en 1983 se inicia una política más adecuada de financiación del déficit público que da origen a la aparición de los pagarés del Tesoro, con la pretensión de cubrir el extremo corto del mercado, que más tarde perderían su utilidad como instrumento de regulación monetaria —por razón del singular tratamiento fiscal que les otorgó la Ley sobre Fiscalidad de Activos Financieros de 1985—, dando paso recientemente a las letras del Tesoro, con el renovado propósito de disponer de un activo a corto plazo para la financiación del déficit y de un instrumento útil para regular la liquidez del sistema.

Es, no obstante, preciso completar la gama de deuda pública con activos a medio y largo plazo. El comportamiento del Tesoro en los primeros meses de 1987, paralizando la línea renovadora de la política de deuda pública y acudiendo nuevamente al Banco de España como principal camino de financiación, ha hecho anidar fundados temores de un retroceso en la vía menos indeseable de financiación del déficit.

EL SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA

Pese a ello, el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, y las normas de desarrollo posteriores que inician la regulación de un sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado hacen conce-

bir la esperanza de un desarrollo futuro de la deuda a medio y largo plazo. Desarrollo que si, por una parte, requiere una política de emisiones regular y calendada del Estado, por otra exige un mercado secundario amplio, ágil y flexible, que es precisamente lo que el nuevo sistema de anotaciones en cuenta se propone, aprovechando la experiencia de otros países y la propia en el mercado ya consolidado de pagarés del Tesoro.

El presente número de *Suplementos Financieros* ofrece precisamente a sus lectores una descripción y un primer análisis de ese sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado, que, según todos los indicios, puede ver la luz en los próximos meses tras un dilatado proceso de diseño y reflexión.

El nuevo sistema, cuyas características y campo problemático se recogen en las cinco colaboraciones que se contienen en este número, tiene tres objetivos básicos:

— Articular un sistema que permita el desarrollo de los mercados secundarios de deuda del Estado, propiciando así la colocación entre el público de la deuda necesaria para cubrir las crecientes necesidades de financiación del sector público.

— Permitir una instrumentación más eficiente de la política monetaria.

— Crear una estructura de agentes especializados que colabore a la competencia y eficacia del sistema financiero.

Tras la presentación inicial que realiza **Raimundo Ortega**, director general del Banco de España, auténtico editor —en el sentido anglosajón del término— de este número y artífice de los nuevos criterios de la política de deuda pública española en sus inicios en 1983, las colaboraciones restantes tratan de afrontar distintos aspectos del nuevo sistema en el actual estado del diseño construido por la autoridad financiera.

El nuevo sistema implica, ante todo, una sustitución de los tradicionales títulos-valores en que se ha materializado la deuda pública por puras anotaciones contables. Esa nueva naturaleza, más de «derecho-valor» que de título-valor, con que se configura la deuda genera importantes problemas jurídicos en su circulación y operatoria, en la constitución de derechos con garantía de deuda, en el registro de las operaciones y en la prevista transformación de títulos en anotaciones en cuenta, y viceversa. Son estos

temas los que, entre otros, analiza en su colaboración **Manuel Mendoza**, miembro de los Servicios Jurídicos del Banco de España. Su punto de partida es que no puede hacerse extensivo a las anotaciones en cuenta el régimen jurídico de los títulos-valores, toda vez que el sistema de anotaciones en cuenta no es una *especie* de título-valor o un mero mecanismo auxiliar de la transmisión de los títulos, sino que existe un cambio de naturaleza cuyas implicaciones jurídicas es preciso analizar.

Este nuevo sistema producirá, cuando comience a operar, unas consecuencias económicas que, vistas desde el lado del emisor —esto es, del Estado—, son las que analiza en su trabajo el subdirector del Ministerio de Economía y Hacienda, **Ignacio Garrido**. Tres aspectos merecen especial mención:

a) El nuevo sistema supondrá una simplificación en el proceso de gestión de la deuda pública.

b) La ampliación del mercado que el sistema permite debe suponer una reducción del coste financiero para el Estado, si bien de ella hay que deducir los costes de organización del nuevo sistema que pueden tener cierta entidad.

c) El Estado adquiere así un papel pionero y un liderazgo en el mercado de valores, en la línea de mejorar la financiación de la economía y de adecuar el mercado español a las exigencias competitivas de la Comunidad Europea.

Finalmente, los trabajos de **José Pérez y Sebastián Ubiría**, jefes de la Oficina de Operaciones del Banco de España, describen el funcionamiento del sistema en general, y en particular —el segundo— la pieza básica constituida por la Central de Anotaciones del Banco de España.

El sistema supone la existencia de un entramado institucional entre el Tesoro y el inversor final, donde adquieren excepcional importancia —sobre todo en la creación del mercado secundario— las denominadas *entidades gestoras*, y aún más, un grupo de éstas que actuarían como creadoras de mercado mediante el compromiso de cotizar continuamente precios comprador y vendedor, ofreciendo contrapartida e información al resto del mercado.

El esquema de funcionamiento que en los anteriores trabajos se describe se basa en la normativa actualmente existente, que también se incluye en este número de *Suplementos Financieros*, y en los proyectos de regulación elaborados por la autoridad. Sólo la experiencia podrá decirnos la utilidad real del sistema. Por ello, en

esta fase inicial, adquiere un especial valor la opinión cualificada de ocho destacados especialistas del mundo financiero sobre la efectividad del nuevo sistema de anotaciones en cuenta. Una encuesta de opinión realizada por **Salvador Arancibia** y de la que, con independencia de matices y preocupaciones particulares —que hacen imprescindible su lectura—, se extraen diez conclusiones generales de interés, que son éstas:

1. Aceptación general del sistema en proyecto de anotaciones en cuenta de la deuda del Estado, con una valoración global positiva, y la creencia mayoritaria de que el nuevo sistema constituirá un punto de referencia en el futuro para agilizar el mercado de valores privados.

2. Los condicionamientos del desarrollo del nuevo mercado son muy variados. Existe, no obstante, una notable coincidencia en considerar como condición básica la existencia de una política definida de emisiones a lo largo de todo el año y un calendario que permita a los operadores una toma de postura en condiciones de información adecuadas.

3. Los requisitos exigidos a los operadores se estiman, en general, prudentes y razonables. Algunos piden una más concreta definición de ciertos aspectos y otros señalan la ausencia de un «creador de mercado» específico para estas operaciones al margen de las instituciones financieras tradicionales.

4. Las entidades gestoras, y particularmente el grupo de creadores de mercado, consideran en general que tienen un papel crucial en el funcionamiento del sistema.

5. El nuevo sistema de anotaciones en cuenta, de tener éxito en sus propósitos, dota a la política monetaria de nuevos instrumentos que permitirán su ejercicio con menos traumas que en el pasado.

6. Se considera, en general, que el sistema de anotaciones en cuenta es un requisito necesario —aunque no suficiente— para la efectividad del desarrollo de los mercados de deuda pública a medio y largo plazo.

7. Algunos encuestados destacan la transformación que el desarrollo de un mercado de deuda pública puede comportar en la actividad bancaria tradicional. El carácter competitivo de la deuda con los pasivos bancarios puede reducir la habitual labor mediadora de las instituciones bancarias, que serían parcialmente sustituidas por la de colocación de títulos públicos a cambio de las consiguientes comisiones.

8. La mayoría está de acuerdo en que la financiación más ortodoxa del déficit depende esencialmente de la política que siga el Tesoro en su apelación al Banco de España.

9. El nuevo sistema reduce sustancialmente los costes y trámites para las transacciones con deuda pública.

10. El coste financiero de la deuda depende fundamentalmente de las necesidades de financiación del Estado y de la magnitud del ahorro disponible, aunque se acepta en general que el nuevo sistema, al potenciar el mercado dirigido finalmente a los particulares —no entidades fi-

nancieras—, pueda suponer unas condiciones más baratas de tipos de interés para el Tesoro.

* * *

Cerramos aquí esta breve nota introductoria al número 19 de *Suplementos sobre el Sistema Financiero* de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, no sin advertir al lector el carácter de *primicia* con el que su contenido ofrece una amplia descripción del sistema de anotaciones en cuenta de la deuda del Estado por un conjunto de colaboradores que, por su proximidad a los centros en los que el proyecto se ha gestado y en los que se perfila su estructura de cara a su próxima implantación, constituyen, sin lugar a dudas, sus más cualificados intérpretes.

PRESENTACION

Raimundo ORTEGA

1. INTRODUCCION

Las leyes de Presupuestos Generales del Estado para 1986 y 1987 autorizaron al gobierno para crear un sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado, a cuyo amparo se publicó en el *Boletín Oficial del Estado* el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril. Posteriormente han aparecido la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 19 de mayo y la Circular 16/1987 del Banco de España, que desarrollan el citado Real Decreto 505/1987. Próximamente, el Banco deberá regular, mediante las oportunas circulares, la operatoria de las entidades gestoras y las operaciones a plazo de su deuda anotada (*).

Era evidente desde hace tiempo que el flujo masivo de emisiones de deuda pública requería unos mercados secundarios profundos y eficientes. Baste recordar que en 1985 y 1986 las emisiones brutas de deuda del Estado alcanzaron las respectivas cifras de 387 y 1.933 miles de millones de pesetas. Por contra, la contratación bursátil de ambos títulos de deuda fue de 115 miles de millones el primero de los citados años y de 429 el segundo. Ciertamente que a las cifras del pasado año debemos añadir, aproximadamente, un billón de pesetas de deuda a medio y largo plazo contratada en mercados extrabursátiles. Pero este dato, más que debilitar, refuerza nuestra afirmación, según la cual parecía ilusorio intentar una política de deuda pública sin contar con los mercados adecuados para ello.

Aun cuando durante los últimos años se ha producido un rápido incremento en los volúmenes negociados en nuestros mercados bursátiles, debemos tener presentes dos datos muy importantes a la hora de explicarnos tal hecho. De un lado, el Banco de España ha venido actuando desde 1978 en los corros de deuda pública, realizando un papel de sociedad de contra-

partida —es decir, ofreciendo papel cuando predominaba dinero y dinero cuando predominaba el papel—; el segundo rasgo que debemos destacar es que una elevadísima proporción de las cantidades contratadas provienen de operaciones a cambio convenido o de aplicaciones fuera del corro.

Era, por lo tanto, claro que los mercados bursátiles —al igual que ocurre en otros países— no eran los «mercados secundarios» que la actual política de emisiones del Tesoro requería. Estos no pueden funcionar con un sistema de comisiones, de liquidación y compensación como los tradicionalmente bursátiles.

En cierto modo, esta relativa ineficiencia de los mercados de valores de renta fija está íntimamente ligada a la crisis del título-valor. Como acertadamente afirma la exposición de motivos del Real Decreto 505/1987, «la ingente ampliación de aquellos mercados [los de capitales], a los cuales no ha sido ajena la actividad del Estado como emisor de títulos públicos..., ha convertido el título-valor en obstáculo para el ágil funcionamiento del tráfico mercantil». La implantación en 1974 del llamado «sistema de fungibilidad», aunque extraordinariamente eficaz en otros terrenos, ha sido incapaz de resolver los problemas de coste y rapidez a que antes se ha hecho referencia.

Nace, pues, el «sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado» como medio de ofrecer el sustrato jurídico y operativo que permita al Tesoro emitir al menor coste posible, y a los mercados secundarios de deuda pública ser el marco adecuado para el creciente número de intermediarios e inversores que ven en él un medio adecuado de constitución y financiación de sus carteras.

Este número de *Suplementos sobre el Sistema Financiero* de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA pre-

tende, en consecuencia, ofrecer un primer examen de urgencia del nuevo sistema de deuda anotada, tanto desde un punto de vista jurídico —ésta es la finalidad del trabajo de Manuel Mendoza, miembro de los Servicios Jurídicos del Banco de España— como desde la óptica del emisor —colaboración de Ignacio Garrido, encargado de la Subdirección General de Deuda Pública, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera—, y de los cometidos de la Central de Anotaciones y su especial responsabilidad en cuanto organizadora del mercado secundario de deuda anotada —finalidades que analizan José Pérez y Sebastián Ubiría, jefes de la Oficina de Operaciones del Banco de España. Por lo tanto, esta presentación pretende únicamente resumir los rasgos más generales del sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado, de forma que ayude a una mejor comprensión de las colaboraciones que le siguen.

2. DEUDA ANOTADA

Será susceptible de representarse en anotaciones la deuda del Estado en cuyas condiciones de emisión así se determine (artículo 1.º de la Orden Ministerial de 19 de mayo de 1987), así como las emitidas con anterioridad y recogidas en la disposición adicional primera de la Orden Ministerial de 19 de mayo de 1987 —todas las emitidas en 1985 y 1986, así como en febrero, marzo y abril de 1987. Igualmente será aplicable este régimen a la futura deuda del Tesoro no formalizada en pagarés y a la que se emita para fines exclusivos de regulación del mercado monetario con rendimiento implícito (artículos 11.2 del Real Decreto 505/1987 y 1.º, 4 de la Orden Ministerial de 19 de mayo de 1987). En todo caso, la deuda anotada estará exenta de la intervención de fedatario público (artículo 3.º del Real Decreto 905/1987).

Queda a salvo la facultad de optar entre la representación de la deuda en título-valor o en anotación cuando así lo permitan las condiciones de emisión (artículo 1.º, 3 de la Orden Ministerial de 19 de mayo de 1987), facilitándose en todo momento la transformación de deuda anotada en título-valor, que requerirá la intervención de fedatario público (artículo 15.3 de la Orden Ministerial de 19 de mayo de 1987), o de título-valor en deuda anotada (artículo 15.4 de la citada Orden Ministerial), que no requerirá intervención alguna, pero sí la previa exclusión del sistema de fungibilidad si los títulos estaban incluidos.

Operaciones con deuda anotada y régimen fiscal

El sistema de anotaciones en cuenta ha sido concebido para facilitar la emisión, negociación y amortización de deuda del Estado. Por lo tanto, el Real Decreto 505/1987, y sobre todo la Orden Ministerial de 19 de mayo de 1987, establecen muy cuidadosamente los principios generales de acuerdo con los cuales aquéllas deberán desarrollarse.

La emisión, pago de intereses y amortización de la deuda anotada son responsabilidad de la Central de Anotaciones (artículo 5.º del Real Decreto 505/1987), que se concibe como un servicio público del Estado gestionado por el Banco de España. Dichas operaciones darán lugar a los correspondientes apuntes en las cuentas de valores de los titulares de cuentas y entidades gestoras, en cuyas cuentas se efectuarán los apuntes de sus clientes. Igualmente, la Central efectuará las operaciones de canje. Las contrapartidas en efectivo de las operaciones antedichas serán objeto de cargo o abono en las cuentas corrientes de efectivo en el Banco de España designadas por los titulares de cuentas en la Central de Anotaciones (artículo 4.º, 2 de la Orden Ministerial de 19 de mayo de 1987 y normas segunda, cuarta, quinta y sexta de la Circular del Banco de España 16/1987).

Las operaciones de mercado secundario son de dos clases: las realizadas entre titulares de cuentas en la Central de anotaciones y aquéllas en las cuales entran en juego personas físicas o jurídicas que no son titulares de cuentas, y que, por lo tanto, deben actuar a través de una entidad gestora. Ambas categorías de operaciones corresponden, *grosso modo*, a los que podrían denominarse *mercados mayoristas* y *mercados minoristas*.

La norma séptima de la Circular del Banco de España establece que las operaciones entre titulares de deuda anotada se efectuarán a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero del Banco, por importes nominales múltiples de un millón de pesetas y con un mínimo de 50 millones por operación. Es importante subrayar que la Circular del Banco de España se compromete a que la Central publique diariamente los importes y condiciones de las operaciones negociadas a través de la Central de Anotaciones.

De los cuatro tipos de operaciones descritas en el artículo 10 de la Orden Ministerial, la Circular del Banco de España 16/1987 sólo regula de momento dos: las operaciones de compraventa simple al contado y las de compraventa con pac-

to de recompra en fecha fija, quedando para fecha próxima la regulación de las restantes (véase disposición transitoria de la Orden Ministerial de 19 de mayo de 1987).

Las compraventas simples al contado son aquellas en las cuales se transmite una cantidad nominal determinada por un importe efectivo. Las compraventas con pacto de recompra en fecha fija consisten en vender los valores hasta la fecha de amortización a un precio determinado en ese momento, pero se conviene simultáneamente con el comprador la recompra de valores de la misma emisión y por igual valor en una fecha intermedia entre la de venta y la de la amortización más próxima, a un precio fijado en el momento inicial.

Creo que en ella es importante destacar tres peculiaridades: *a)* el comprador adquiere la titularidad del valor sobre el que ha versado la operación, y puede, a su vez, efectuar operaciones con pacto de recompra que no excedan la fecha de la operación original (véase artículo 8.º, 2 del Real Decreto 505/1987 y norma séptima, 2, de la Circular del Banco de España 16/1987); *b)* la Central de Anotaciones abonará los intereses al titular de los saldos de la deuda anotada el día establecido para su pago; *c)* si en la fecha pactada para efectuar la recompra la Central observa que no existe saldo suficiente en la cuenta de efectivo del comprometido a recomprar, queda anulada la operación, que pasará a considerarse una venta hasta la amortización.

Tal y como se ha indicado al principio, el Banco de España no ha publicado todavía las normas que regirán las operaciones de las entidades gestoras con sus clientes, pero éstas serán las previstas en el artículo 10 de la Orden Ministerial de 19 de mayo de 1987; es decir:

a) Compraventas simples al contado. La transmisión de los valores tendrá lugar antes del quinto día hábil siguiente al de la contratación. Si no se ha especificado otra fecha, la transmisión del valor se realizará al día siguiente hábil.

b) Compraventa simple a plazo. La transmisión se efectuará en fecha posterior a los cinco días hábiles siguientes a la de contratación.

c) Compraventas con pacto de recompra en fecha fija. Se han descrito antes. El precio de recompra puede fijarse de acuerdo con una doble modalidad: estipulándose en el momento de la contratación o relacionarse al tipo de interés que resulte de establecer un diferencial, positivo o negativo, al que tenga un tipo de interés de referencia el día de ejecución de la operación

inicial. Si no se ha especificado otra fecha, la transmisión del valor se realizará al día siguiente hábil.

d) Compraventas con pacto de recompra a la vista. En principio, es el mismo tipo de operación que la descrita en *c)*, pero durante un período fijado el comprador-vendedor tiene la opción de exigir la recompra en las condiciones pactadas en el mismo acto de la contratación, si bien dichas condiciones no alterarán la rentabilidad interna pactada. Es preceptivo un preaviso mínimo de un día. La transmisión del valor se efectuará como en *a)* y *c)*. Sólo para operaciones típicas del *mercado mayorista* —o sea, con un importe superior a los 50 millones de pesetas— la transmisión del valor se efectuará en la misma fecha de contratación.

Una novedad importante de las normas reguladoras del sistema de anotaciones es que establecen las condiciones en que las entidades gestoras pueden actuar en relación con su clientela. Así, éstas podrán operar ofreciendo contrapartida en nombre propio —artículo 10.8 de la Orden Ministerial repetidamente citada—, como simples comisionistas o limitándose a realizar las anotaciones resultantes de las órdenes dadas por las partes en una operación. En el primer caso están sujetas a las siguientes obligaciones: *a)* cotizar públicamente cambios comprador y vendedor de las emisiones en que operen, y *b)* efectuar forzosamente las operaciones que sus clientes les ordenen, siempre que las peticiones acumuladas de un cliente no excedan los cinco millones de pesetas nominales.

Como es lógico, el normal funcionamiento de los mercados de deuda anotada que se creen dependerá de la existencia de sistemas de compensación y liquidación capaces para apoyar la operatoria de aquéllos.

Las entidades titulares de cuentas en la Central de Anotaciones contarán para sus operaciones con el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, recientemente regulado por el Banco de España en su Circular 16/1987. Pero el artículo 6.º, 7 del Real Decreto 505/1987 prevé la posibilidad de que un grupo de entidades gestoras puedan establecer sistemas propios de compensación y liquidación, sujetos a la autorización del Ministerio de Economía y Hacienda. La Orden Ministerial exige, en su artículo 12.3, que tales sistemas cuenten con previsiones suficientes para hacer frente a «posibles fallidos en operaciones entre entidades asociadas cuya compensación y liquidación se canalice por el sistema».

Régimen específico de las Bolsas de Comercio

Tanto el artículo 7.º del Real Decreto 505/1987 como el 13 de la Orden Ministerial y la norma octava, 2, de la Circular del Banco de España 16/1987 regulan las líneas generales de este régimen propio de las Bolsas de Comercio. Parece, *a priori*, muy importante el mercado bursátil que en torno a la deuda anotada pueda crearse. Y ello no sólo por la magnitud de las cifras negociadas en Bolsa, a las cuales se ha hecho referencia en la *Introducción* de este artículo, sino por la misión de puente entre los mercados mayoristas y los minoristas que pueda desempeñar este mercado bursátil.

La Circular del Banco de España, siguiendo el artículo 13 de la Orden Ministerial, indica que las Bolsas de Comercio fijarán un procedimiento para la contratación, liquidación y establecimiento de los saldos de deuda anotada acogidos al sistema bursátil para aquellas entidades gestoras que se adhieran al sistema. Estas deberán desglosar, dentro de sus saldos generales, aquellos saldos de sus clientes incluidos en el sistema bursátil. Será responsabilidad de este último llevar el control de los saldos adscritos al sistema bursátil, así como su distribución diaria entre las entidades gestoras adheridas. Diariamente, el Servicio de Coordinación de las Bolsas enviará a la Central de Anotaciones toda la información relativa a los saldos para cada valor que en él presenten las entidades gestoras adheridas, así como los traspasos producidos desde o hacia el sistema bursátil.

No son conocidas, por el momento, las normas que las Bolsas de Comercio establecerán para el funcionamiento de los mercados bursátiles de deuda anotada.

Régimen fiscal

El artículo 11 del Real Decreto 505/1987 y el 18 de la Orden Ministerial de 19 de mayo de 1987 regulan, quizá con una reiteración excesiva, el régimen fiscal de la deuda anotada, régimen que, por otra parte, no ofrece novedades sustanciales respecto al actualmente vigente para la deuda pública no anotada con rendimientos explícitos.

Muy someramente descrito, el citado régimen fiscal puede resumirse como sigue:

a) No estarán sometidos a retención, por no generar rendimientos del capital mobiliario, la transmisión y el reembolso de deuda anotada con rentabilidad explícita; como tampoco lo esta-

rá la futura deuda del Tesoro que, con un valor unitario mínimo de un millón de pesetas y rendimiento implícito, se emita bajo el sistema de anotaciones en cuenta para su utilización como instrumento regulador de intervención en los mercados monetarios.

b) La Central de Anotaciones abonará a los titulares de cuentas en la misma los importes líquidos, una vez que haya practicado las oportunas retenciones a cuenta del IRPF y del IS, certificando las entidades gestoras las retenciones que sus clientes hayan soportado.

c) En el caso de que exista deuda del Estado anotada y con rendimiento implícito que no sea instrumento regulador de los mercados monetarios, la entidad gestora que actúe por cuenta del transmisor de tales anotaciones será la obligada a retener. En su caso, será la Central quien deberá cumplir dicha obligación fiscal cuando las transmisiones se efectúen entre titulares directos de cuentas en la citada Central.

d) Tanto la Central de Anotaciones como las entidades gestoras están sometidas a los deberes de información y colaboración tributaria.

Los agentes del sistema

Para cerrar esta presentación del sistema de anotaciones en cuenta es preciso describir con cierto detalle cuáles son las entidades e intermediarios que pueden operar con deuda anotada.

El Real Decreto 505/1987 dedica sus artículos 4.º y 6.º a establecer los rasgos generales de los dos grupos de entidades e intermediarios que podrán adquirir y mantener deuda anotada: éstos son los titulares de deuda y las entidades gestoras. Por su parte, el artículo 2.º y el artículo 5.º de la Orden Ministerial de 19 de mayo de 1987 detallan los requisitos que han de cumplirse para acceder a esas categorías. Examinémoslos con un cierto detenimiento.

1. Titulares de cuentas en la Central de Anotaciones

Puede decirse que son, básicamente, las entidades e intermediarios hoy en día autorizados para actuar como entidades delegadas del Tesoro en el mercado de pagarés. Sin embargo, se han reforzado las exigencias, y por ello se demanda: a) unos recursos propios mínimos de 200 millones de pesetas; b) pertenecer a alguna de las categorías de entidades indicadas en la Orden Ministerial —bancos, cajas de ahorros...—, al estar inscritas en los oportunos registros del Banco de España o del Ministerio de Economía y Hacienda; c) someterse a las reglas

de funcionamiento del Sistema de Anotaciones y del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, establecidas en la Circular del Banco de España 16/1987, en cuanto constituyen el canal natural de compensación y liquidación de las operaciones con deuda anotada; *d*) aceptar la supervisión y control del Banco de España, facilitándole cuanta información precise, incluidos balances auditados, para valorar su liquidez y solvencia.

2. Entidades gestoras

Las entidades gestoras son aquellos titulares de cuentas que pueden mantener cuentas de terceros dentro de sus cuentas en la Central de Anotaciones. Según reza el número 2 del artículo 6.º del Real Decreto 505/1987, «la condición de entidad gestora será otorgada por el ministro de Economía y Hacienda a aquellos titulares de cuentas en la Central de Anotaciones que, estando inscritos en alguno de los registros que mantienen el Ministerio de Economía y Hacienda o el Banco de España para las entidades de depósito e intermediarios financieros, reúnan la solvencia y capacidad operativa y se comprometan a observar las especiales condiciones de funcionamiento que se establezcan...».

Pues bien, el artículo 5.º de la Orden Ministerial tan reiteradamente citada establece que para ser entidad gestora será preciso pertenecer a alguna de estas cuatro categorías: bancos privados, incluido el Exterior de España; cajas de ahorros, incluida la Postal; sociedades mediadoras en el mercado de dinero; sociedades instrumentales de agentes mediadores colegiados.

Pero además, estas entidades deberán: *a*) contar con unos recursos propios mínimos de 750 millones de pesetas, que habrán de ampliarse a mil millones en el plazo de dos años a partir de la fecha de concesión de la condición de entidad gestora; *b*) contar, a juicio del Banco de España, con la organización, sistemas de control y medios técnicos adecuados para atender a su función; *c*) someterse a la supervisión y control del Banco, como gestor de la Central de Anotaciones, facilitándole cuanta información precise; *d*) cumplir las obligaciones de información y retención fiscal.

Al igual que sucedía en el caso de los titulares de cuentas, las solicitudes para ser entidad gestora deberán presentarse en el Banco de España. Este las remitirá, con su informe, a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, que comunicará su decisión a la Central de Anotaciones.

Las entidades gestoras tienen una serie de obligaciones respecto a sus clientes, puesto que éstos no pueden acceder a la titularidad directa de deuda anotada. Por tanto, en cuanto comisionistas de sus clientes, gestionarán la adquisición, mantenimiento y transmisión de la deuda anotada y les abonarán las liquidaciones de intereses y las amortizaciones. También les corresponderá la negociación en los mercados secundarios, así como los procesos de compensación, liquidación y cambio de titularidad. Otra de sus obligaciones es la de mantener identificados a sus clientes y garantizar la correspondencia entre sus saldos en la entidad gestora y los que ésta mantenga, debidamente desglosados, en su cuenta de terceros en la Central de Anotaciones.

Las entidades gestoras, de acuerdo con esta normativa, quedan obligadas a entregar a sus clientes resguardos acreditativos de la formalización de anotaciones en cuenta a su nombre. Como es lógico, y para no incurrir en un contrasentido respecto a los principios inspiradores del sistema de deuda anotada, dichos resguardos no son transmisibles ni negociables, no representan el valor y únicamente acreditan la formalización de la anotación y su identificación.

Por último, hemos de señalar que las entidades gestoras deberán mantener a disposición de sus clientes las tarifas, las condiciones de negociación y las restantes informaciones que se determinen.

Bloqueo de saldos

Establece el artículo 2.º, 1 del Real Decreto 505/1987 la posibilidad de constituir derechos de prenda y demás derechos de garantía sobre anotaciones en cuenta, comunicándose a la Central de Anotaciones, al objeto de que ésta proceda a su desglose dentro de las cuentas incluidas en la Central. Ello permitirá individualizar e identificar los saldos en garantía y extender la oportuna certificación.

Por su parte, el artículo 9.º, 1 de la Orden Ministerial de 19 de mayo de 1987 precisa las obligaciones de las entidades gestoras en esta materia, completándose la regulación en la norma novena de la Circular del Banco de España 16/1987.

Supervisión

Como regla general, ha de decirse que la supervisión del sistema de anotaciones está enco-

mendada al Banco de España —artículo 19 de la Orden Ministerial de 19 de mayo de 1987, de conformidad con el apartado *b)* del 12.9 del Real Decreto 505/1987.

La citada Orden Ministerial establece que el Banco de España elevará:

a) al Ministerio de Economía y Hacienda un informe anual sobre el funcionamiento del sistema;

b) a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera tanto las actas de inspección levantadas por él y las propuestas de actuación de ellas derivadas como las estadísticas que considere pertinentes. Todo ello sin perjuicio de que la Dirección General antes mencionada disponga las comprobaciones que considere oportunas respecto a la actuación de las entidades e intermediarios titulares de cuentas en la Central de Anotaciones.

Es clave subrayar que las facultades de supervisión cobran especial relieve en el caso de las entidades gestoras. Dado su papel crucial en el buen funcionamiento del sistema, el ministro de Economía y Hacienda, a propuesta razonada del Banco de España y previa audiencia al interesado, tiene en su mano una triple sanción en casos de incumplimiento de la normativa o de actuaciones que ocasionen peligro o grave trastorno para el sistema de anotaciones. Esa triple posibilidad se concreta en retirar la condición de titular de cuenta o de entidad gestora, suspenderla temporalmente o limitar el tipo y volumen de sus operaciones —artículo 21.1 de la Orden Ministerial de 19 de mayo de 1987.

3. CONCLUSION

Después de un año y medio de estudio y maduración del proyecto de un sistema de deuda del Estado en anotaciones en cuenta, estamos en los inicios de una nueva etapa, que puede transformar radicalmente tanto los mercados de emisiones como los mercados secundarios de deuda pública ¡y quién sabe si a medio plazo los de renta fija privada!

El Tesoro público, en cuanto que es el más importante emisor del país, precisa de un sistema ágil, flexible y económico para colocar los distintos instrumentos mediante los cuales aspira a financiar los déficit presupuestarios. Pero esta tarea no se alcanzará con pleno éxito hasta tanto no se disponga de unos mercados secundarios desarrollados, capaces de atraer tanto a los grandes inversores institucionales como al mediano y pequeño ahorrador.

Por último, el desarrollo pleno del sistema de deuda anotada suministrará al Banco de España el mecanismo preciso para una modificación en la instrumentación de su política monetaria; modificación tendente a acabar con la actual dualidad de instrumentos, utilizando únicamente la compra-venta de deuda anotada mediante operaciones de mercado abierto con cesiones temporales de deuda del Estado en anotaciones en cuenta.

NOTA

(*) Ya en prensa este trabajo han aparecido las siguientes normas de interés: O. M. 11-6-87, que dispone la emisión de Deuda del Tesoro formalizada en Letras del Tesoro; así como las Circulares del Banco de España, núms. 20 y 21/1987, referentes a Entidades Delegadas y Deuda del Tesoro.

ANOTACIONES EN CUENTA DE DEUDA DEL ESTADO. ANÁLISIS JURÍDICO

Manuel MENDOZA

1. INTRODUCCION

Como consecuencia de la publicación del Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, ha tenido lugar la implantación en nuestro derecho de un sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado que se configura como sustitutivo de los títulos valores, y que reclama, como el propio preámbulo de la norma de implantación del sistema nos indica, el establecimiento de un régimen jurídico adecuado, consecuente con la distinta naturaleza del instrumento que sirve de soporte a la relación obligatoria, que en ningún caso podrá ser encuadrado dentro de la categoría de títulos valores.

La vocación sustitutoria del nuevo sistema resulta del propio preámbulo del Real Decreto 505/1987, al poner de manifiesto que la normativa en él contenida plantea la sustitución del título valor por una operativa más ágil y funcional cuyo fundamento teórico, en frase del propio preámbulo, se halla más cercano al concepto de derechos valores que al de títulos valores.

El artículo 1.º del citado Real Decreto, al establecer que la deuda del Estado podrá estar representada, además de en títulos valores, en anotaciones en cuenta en una Central de Anotaciones en cuenta de deuda del Estado, refleja claramente que títulos valores y anotaciones en cuenta son conceptos distintos.

Por su parte, la disposición adicional cuarta de la Orden Ministerial de 19 de mayo de 1987, que desarrolla el Real Decreto 505/1987, insiste en la distinción entre ambas categorías, al determinar que únicamente se entenderán efectuadas también respecto a la deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta las referencias contenidas en la legislación vigente a los títulos de la deuda del Estado, o a conceptos más generales que la incluyan, en cuanto no

estén directamente relacionadas con su representación en títulos valores.

No es posible, pues, configurar las anotaciones en cuenta como una especie de título valor o como un simple mecanismo auxiliar en la transmisión o el ejercicio de los derechos incorporados a aquéllos; con redacción que no deja lugar a la duda, las normas citadas ponen de manifiesto que el concepto de anotación en cuenta es distinto del de título valor, y, consiguientemente, no es posible hacer extensivo al nuevo sistema el régimen jurídico de los títulos valores.

La neta distinción entre los conceptos de título valor y anotación en cuenta supone necesariamente la no aplicación a este último de un régimen jurídico basado en ese esencial vínculo entre derecho y documento propio del título valor.

Como consecuencia de la supresión del título, que el nuevo sistema implica, ya no estamos ante una «cosa». Con el sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado, el Real Decreto 505/1987 da un claro paso adelante en el proceso de desmaterialización del título valor, iniciado en nuestro ordenamiento jurídico a través de la implantación del nuevo sistema de liquidación y compensación de títulos valores en Bolsa, que exige una regulación de la emisión, circulación y ejercicio de los derechos del acreedor sobre bases diversas de las que constituyen el régimen propio y peculiar de los títulos valores, pero cumpliendo al mismo tiempo con las exigencias de seguridad del tráfico y protección de los acreedores.

De un modo ciertamente incompleto, el Real Decreto 505/1987, más preocupado de diseñar y asegurar el funcionamiento operativo del nuevo sistema, contempla no obstante algunas normas sobre el régimen jurídico aplicable a las anotaciones en cuenta de deuda del Estado que

han comenzado a ser desarrolladas por la Orden Ministerial de 19 de mayo de 1987, en virtud de las normas de delegación contenidas en el artículo 12 del Real Decreto 505/1987.

En las páginas que siguen trataremos de analizar algunas de las cuestiones principales que se suscitan como consecuencia de las normas reguladoras del sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado, centrando el objeto de nuestro trabajo en la consideración de los puntos que a continuación se enumeran: la relación jurídica existente entre las entidades gestoras y sus clientes, la circulación de la deuda del Estado en anotaciones en cuenta, la constitución de prenda y demás derechos de garantías, influencia de la situación de insolvencia de titulares de deuda del Estado anotada, la transformación de deuda del Estado y el registro de las anotaciones en cuenta.

2. LA RELACION JURIDICA ENTRE LAS ENTIDADES GESTORAS Y SUS CLIENTES

El artículo 6.º 3 del Real Decreto 505/1987 califica como comisión la relación jurídica entre las entidades gestoras y sus clientes. Aquéllas actuarán en nombre de los últimos en la adquisición, mantenimiento y transmisión de deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta.

No obstante la calificación de comisión dada por el citado precepto y la singularidad de las relaciones que se establecen entre las entidades gestoras y sus clientes, no puede afirmarse que únicamente aparezcan en la relación elementos propios de la comisión, ya que, además de comprar y vender deuda del Estado anotada, las entidades gestoras asumen la obligación frente a sus clientes de hacerles seguir los importes líquidos que les correspondan en concepto de intereses y amortizaciones. A la relación jurídica, por tanto, sin perder por ello su naturaleza de comisión, se le incorporan elementos propios del contrato de depósito administrado de valores.

3. LA CIRCULACION DE LA DEUDA DEL ESTADO EN ANOTACIONES EN CUENTA

El artículo 8.º del Real Decreto 505/1987 no se ocupa de los contratos a través de los cuales puede tener lugar la transmisión de la deuda del Estado en anotaciones en cuenta, y únicamente determina, en su número 2, cuál es el régimen

aplicable a las llamadas operaciones de compraventa con pacto de recompra.

Con mayor amplitud, el artículo 10 de la Orden Ministerial de 19 de mayo de 1987, al regular las operaciones de compraventa en el mercado secundario encomendadas a las entidades gestoras, distingue cuatro tipos de operaciones que las citadas entidades podrán realizar o gestionar:

- a) Operaciones de compraventa simple al contado.
- b) Operaciones de compraventa simple a plazo.
- c) Operaciones de compraventa con pacto de recompra a fecha fija.
- d) Operaciones de compraventa con pacto de recompra a la vista.

De acuerdo con lo establecido en la disposición transitoria de la Orden Ministerial, la autorización de las operaciones a plazo entre las entidades gestoras y sus comitentes queda condicionada a la organización previa del mercado de plazo entre titulares de cuentas en la Central de Anotaciones y a la ulterior decisión de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, quien regulará los requisitos de las citadas operaciones, estableciendo las garantías necesarias para el mejor funcionamiento del mercado y la protección de los inversores.

Naturaleza jurídica de la operación de compraventa con pacto de recompra

La Orden Ministerial de 19 de mayo de 1987 distingue dos supuestos de compraventa con pacto de recompra, a fecha fija y a la vista. La naturaleza jurídica de ambas es coincidente y las diferencias existentes entre ellas radican, de un lado, en la fecha en que debe ejecutarse la recompra, que en las operaciones a la vista tendrá obligatoriamente que realizarse dentro del período previamente fijado al efecto a solicitud del comprador-vendedor y, de otro, en la determinación de la rentabilidad interna de la operación, de forma que, cualquiera que sea el momento en que se ejercite aquella opción, coincida con la previamente acordada.

El artículo 8.º del Real Decreto 505/1987 describe de un modo genérico, en su párrafo 2, la operación de compraventa con pacto de recompra, diciendo que en estas operaciones el titular de los derechos los vende hasta la fecha de la amortización, conviniendo con el comprador simultáneamente la recompra de derechos de la misma emisión y por igual valor nominal en una fecha intermedia entre la de venta y la de la

amortización más próxima, aunque ésta sea parcial o voluntaria.

Los tipos contractuales específicos con los que es posible identificar, en principio, el negocio jurídico así descrito son, indudablemente, el préstamo y la compraventa.

Atendiendo a la función económica que la operación puede ofrecer a los contratantes, su analogía con el préstamo resulta, al menos superficialmente, clara; estamos en presencia de un negocio diferencial en el que sería fácil identificar un sujeto, el comprador-vendedor, que entrega una suma determinada de dinero a otro, vendedor-comprador, el cual, transcurrido un plazo específico, deberá devolver aquella cantidad aumentada en un importe prefijado *ab initio*.

Sin embargo, no creemos que jurídicamente nos encontremos en presencia de una operación de préstamo con la garantía de los derechos de crédito que constituyen las anotaciones en cuenta de deuda del Estado transmitidas. En efecto, durante el plazo que media entre la liquidación de las dos operaciones pactadas, el comprador-vendedor, que es quien ha facilitado el dinero y, por tanto, quien ostentaría la condición de prestamista, no es tenedor de los citados derechos de crédito por causa de esa hipotética garantía constituida sobre los mismos, sino, al contrario, como pleno titular de aquellos derechos, independientemente de la existencia de convenios pendientes de cumplimiento con el vendedor-comprador.

En este sentido, el Real Decreto, en su artículo 8.º, establece que el comprador de los derechos en una operación de compraventa con pacto de recompra adquiere la propiedad de los mismos. No se trata de un comprador condicional, como se sentiría uno tentado de creer, sino que es titular de los derechos de crédito sin ninguna reserva; lo que ha vendido a plazos no son los mismos derechos de crédito tomados en su identidad, sino derechos de la misma clase. El contrato de compraventa con pacto de recompra recae sobre cosas fungibles y, como consecuencia, podrá entregar, al liquidar la segunda operación, otros créditos distintos de aquellos que le fueron entregados.

La transmisión de la titularidad de los derechos de crédito permite justificar nuestro rechazo a la consideración de las operaciones de compraventa con pacto de recompra como un préstamo con garantía, de acuerdo con lo preceptuado en el artículo 1.859 del Código Civil, a cuyo tenor el acreedor prendario no puede apropiarse

las cosas dadas en prenda o hipoteca ni disponer de ellas.

Descartada la posibilidad de configurar la operación analizada como un contrato de préstamo, el otro tipo contractual dentro del cual puede comprenderse la compraventa con pacto de recompra es precisamente la compraventa y, en este sentido, se ha tratado de asimilar el contrato a la venta con pacto de retro regulada en nuestro Código Civil, en los artículos 1.507 y siguientes.

No obstante las semejanzas existentes entre ambos tipos de negocios, esta posición choca frontalmente con la esencia misma del pacto de retro, el cual presupone siempre una facultad del vendedor. Ahora bien, en la operación que comentamos, el vendedor-comprador no es libre de recuperar o no los derechos de crédito, sino que, por el simple hecho de formalizarse la operación, es ya comprador, aunque a plazo, de un número igual de derechos de crédito a los que primeramente vendió.

La verdadera naturaleza jurídica de la operación de compraventa con pacto de recompra, en nuestra opinión, es la de ser un único contrato en el que se combinan dos compraventas, una al contado y otra a plazo, realizado por las mismas personas. Ambas compraventas, de acuerdo con lo establecido en el artículo 1.450 del Código Civil, son firmes desde el primer momento, ya que, según el citado artículo, existe la compraventa desde que hay conformidad en el objeto del contrato y en el precio, aunque ni uno ni otro haya sido entregado.

Consecuentemente con el contenido del citado artículo, estaremos *ab initio* ante dos compraventas en firme y simultáneas, aunque ligadas a plazos diferentes, que forman un único contrato, ya que no es posible concebir, al igual que ocurre con las dobles bursátiles (con las que guarda una indudable analogía), que la operación pueda ser concertada de tal manera que una de las ventas que constituyen la operación pueda llevarse a cabo mientras que la segunda quede sin ejecución.

Régimen del contrato de compraventa con pacto de recompra

1. Perfección del contrato

De acuerdo con la naturaleza propugnada para la operación analizada, se trata de un contrato consensual que se perfecciona por el mero consentimiento de las partes, que necesariamente habrá de recaer sobre los derechos objeto de transmisión, con identificación de la emi-

sión, los precios de ambas compraventas y las fechas fijadas para la transmisión de los valores.

La determinación del precio aplicable a la recompra podrá fijarse directamente en el momento de la contratación o por referencia al tipo de interés resultante de la aplicación de un diferencial preestablecido al valor que presente, en la fecha de ejecución de la compraventa inicial, algún tipo de interés de referencia.

En cuanto a la determinación de la fecha de recompra, ésta deberá estar comprendida necesariamente en una fecha intermedia entre la de la venta y la de la amortización más próxima. Tratándose de pacto de recompra a la vista, será necesario fijar el período durante el cual el comprador-vendedor tiene derecho a exigir la recompra de la deuda anotada.

2. *Determinación del acreedor de los intereses*

La calificación de la operación de compraventa con pacto de recompra y la transmisión de los derechos de crédito que tiene lugar a causa de la formalización de la operación tiene como lógica consecuencia la atribución al titular de los referidos derechos de crédito, en el momento del vencimiento de intereses de la deuda anotada, del derecho a percibir dichos intereses. Criterio recogido en el artículo 10 del Real Decreto 505/1987.

3. *Incumplimiento del pacto de recompra*

El pacto de recompra obliga a las dos partes desde el momento en que dieron su consentimiento a la operación, de acuerdo con lo establecido en los artículos 1.124 y 1.451 del Código Civil. En consecuencia, llegada la fecha pactada para efectuar la recompra, la Central de Anotaciones, sin necesidad de nueva comunicación de las partes, realizará los apuntes necesarios para formalizar la operación con los datos comunicados en su día, previa comprobación de la existencia de saldo suficiente para ello en la cuenta de efectivo del vendedor-comprador.

Pero ¿qué ocurre en caso de insuficiencia de saldo en la mencionada cuenta? Al incumplirse, en ese caso, por el vendedor-comprador su obligación de aportar el precio pactado para recomprar el crédito, podría, en principio, la otra parte, al amparo de lo dispuesto en los artículos 329 del Código de Comercio y 1.124 del Código Civil, optar por exigir el cumplimiento o resolver el contrato. No obstante la existencia de estas alternativas, el establecimiento del término pactado para la recompra como un elemento esencial

del contrato y admitir ambas partes contratantes la resolución automática del pacto de recompra en caso de incumplimiento, según lo establecido en la norma séptima, 2, de la Circular del Banco de España 16/1987, el comprador-vendedor conservará la titularidad de los derechos de crédito objeto de la operación, quedando facultado, en virtud de lo dispuesto en el artículo 1.124, párrafo segundo, del Código Civil, para exigir de la parte incumplidora el correspondiente resarcimiento de los daños ocasionados.

Para la fijación de tales daños, parece criterio acorde con la naturaleza del contrato y con la propia dinámica del mercado optar por el sistema del «daño abstracto», defendido por el profesor Garrigues en la resolución de las compraventas mercantiles, frente al del «daño concreto» propio del derecho común.

4. **CONSTITUCION DE PRENDA Y DEMAS DERECHOS DE GARANTIA SOBRE ANOTACIONES EN CUENTA DE DEUDA DEL ESTADO**

La constitución de derechos reales sobre las anotaciones en cuenta de deuda del Estado está admitida en el artículo 2.2 del Real Decreto 505/1987.

Según el citado artículo, la constitución de los citados derechos será comunicada a la Central de Anotaciones, que procederá al desglose de las anotaciones en cuenta sobre las que se constituye prenda o garantía, de forma que permita la individualización e identificación de los saldos en garantía, y extenderá la certificación oportuna.

La posibilidad de que las anotaciones en cuenta de deuda del Estado sean objeto de derecho de prenda no supone ningún régimen excepcional. El fundamento de la regulación contenida en el artículo 2.2 del Real Decreto 505/1987 reside en el artículo 1.864 del Código Civil, a cuyo tenor pueden darse en prenda todas las cosas muebles que estén en el comercio, con tal de que sean susceptibles de posesión. En base al citado artículo, puede afirmarse la pignoralidad de los derechos siempre que concurren dos condiciones: a) que recaigan sobre cosas muebles poseíbles o tengan tal consideración legal, y b) que sean enajenables.

Generalmente se interpreta que el término «cosas» a que se refiere el artículo 1.464 comprende toda clase de bienes y, por tanto, también ciertos derechos, entre ellos los de crédito, lo que permite la conclusión de considerar

pignorable estos últimos derechos, conclusión que puede apoyarse, además, en la referencia que el propio Código Civil hace en el último apartado del artículo 1.872 a la prenda de valores.

Para la constitución del gravamen resulta necesaria la tradición o entrega apta para poner al acreedor prendario en posesión del derecho básico soporte de la garantía, o, no siendo esto posible, ha de acudir a un procedimiento que, en defecto de la transmisión posesoria, produzca las consecuencias de ésta, especialmente la indisponibilidad del derecho gravado por su titular. Para dar cumplimiento a este requisito, se prevé por el Real Decreto el oportuno desglose de las anotaciones en cuenta en garantía que permita su individualización, para lo cual el deudor tiene que notificar a la Central de Anotaciones la constitución de la prenda, permitiendo de ese modo la indisponibilidad de aquéllas por el deudor y asegurando al acreedor pignoraticio que, en caso de incumplimiento de la obligación garantizada, podrá enajenar el derecho dado en prenda, obteniendo así satisfacción de su crédito con el dinero obtenido de la enajenación.

La anterior notificación y desglose, apta sin duda para vincular al acreedor prendario con el deudor del crédito, no es suficiente, sin embargo, para que la prenda produzca efecto frente a terceros, en virtud de la exigencia contenida en el artículo 1.865 del Código Civil, por lo que será necesario, de acuerdo con este último artículo, la constancia de la prenda en instrumento público que permitirá la constitución, *erga omnes*, de la prenda.

Respecto a la realización de la prenda que recae sobre anotaciones en cuenta, en el supuesto de incumplimiento de la obligación garantizada, cuestión sobre la cual no se manifiesta el Real Decreto, en nuestra opinión, el acreedor pignoraticio, para obtener la satisfacción de su crédito, tendrá que proceder a la enajenación de la prenda en la forma prevenida por el Código de Comercio, es decir, con intervención de fedatario mercantil, por aplicación de lo establecido en el artículo 1.872 del Código Civil.

5. SITUACIONES DE INSOLVENCIA DE TITULARES DE DEUDA DEL ESTADO EN ANOTACIONES EN CUENTA

Es posible distinguir a este respecto los efectos que se producen según cuál sea la condición del titular de la anotación en cuenta, bien se trate de un tercero que mantiene anotaciones

en cuenta en entidades gestoras, bien se trate de estas últimas o de titulares directos de cuentas en la Central de Anotaciones. Asimismo, procede distinguir los efectos de dichas situaciones de insolvencia respecto de la prenda constituida sobre anotaciones en cuenta y las operaciones de compraventa con pacto de recompra.

1. En el primer supuesto, no se suscitan cuestiones de especial interés, ya que, al tratarse efectivamente de un titular pleno de la deuda suscrita o adquirida, declarada la quiebra, aquel bien que forma parte de su patrimonio quedará integrado en la masa de la quiebra y destinado a lograr la satisfacción colectiva de sus acreedores.

La declaración de quiebra, así como, en su caso, la declaración de suspensión de pagos, no suponen el traspaso de la titularidad de la deuda anotada; únicamente se pierden las facultades de disposición, que en el primer caso se transmitirán, *ministerio legis*, a los órganos de administración y representación de la masa y, en el segundo, exigirá la intervención de los interventores para dicha disposición.

2. Tratándose de situaciones de insolvencia que afectan a una entidad titular de cuentas en la Central de Anotaciones o a una entidad gestora, la declaración de quiebra produce, en principio, los mismos efectos que los señalados en el punto anterior respecto de las anotaciones de las que sean titulares directas, las cuales integrarán la masa de la quiebra destinada a la satisfacción colectiva de sus acreedores.

Ahora bien, tratándose de entidades gestoras que mantengan anotaciones de terceros dentro de sus cuentas en la Central de Anotaciones, dichos terceros tendrán un derecho de separación absoluta de las anotaciones de que son titulares, y que, consecuentemente, no integrarán la masa de la quiebra, todo ello como consecuencia de la aplicación de los artículos 908 y 909.4 del Código de Comercio, que podrán ser invocados por el legítimo titular de las anotaciones en cuenta, al no haberse transferido la propiedad al quebrado por título legal e irrevocable y encontrarse en su poder como consecuencia del contrato de comisión.

Naturalmente que, para obtener la separación de las anotaciones de la titularidad de terceros de la masa de la quiebra, será necesario el reconocimiento de aquella titularidad en junta de acreedores o por sentencia firme.

3. En el caso de que, previamente a la declaración de quiebra, se hubiera constituido dere-

cho de prenda sobre la deuda del Estado anotada por medio de escritura pública o póliza intervenida por fedatario mercantil, no cabe duda de que el acreedor pignoraticio no estará obligado a traer a la masa de la quiebra, de acuerdo con lo establecido en el artículo 918 del Código de Comercio, la deuda del Estado objeto de la prenda, a menos que la representación de la quiebra le satisfaga íntegramente el crédito a que estuviere afecta. Si la masa no hiciese uso de ese derecho, el acreedor pignoraticio podrá enajenar el objeto de la prenda al vencimiento del crédito garantizado, con intervención de fedatario, integrando el sobrante, si lo hubiere, en la masa en la quiebra y, si resultara aún un saldo contra el quebrado, será considerado como escriturario por el resto.

4. Finalmente, en relación con los problemas que las situaciones de insolvencia declarada puedan plantear en el supuesto de vigencia de una operación con pacto de recompra, es decir, producida ya la transmisión al comprador-vendedor, pero pendiente de cumplimiento la recompra aplazada, cabe preguntarse si tal declaración supone o no la resolución de la operación de recompra.

En nuestra opinión, la operación de recompra no se resuelve por causa de la declaración de quiebra, y mucho menos por declaración de suspensión de pagos del vendedor-comprador, quedando obligados los síndicos de la quiebra y, en el caso de la suspensión de pagos, el propio vendedor-comprador con la concurrencia de los interventores, a efectuar la recompra acordada. En el caso de incumplimiento de la obligación de recompra, el comprador-vendedor tiene derecho a la indemnización de los daños y perjuicios según el criterio allí establecido.

En el caso de quiebra del comprador-vendedor, la solución no difiere: tanto en el supuesto de suspensión de pagos como en el de declaración de quiebra permanece la obligación de vender la deuda del Estado anotada sobre la que recae el pacto de recompra, y si incumple dicha obligación, será necesario indemnizar los daños y perjuicios ocasionados a la otra parte.

Al tratarse de acreedores de la masa de la quiebra no será necesaria su insinuación en la quiebra como acreedor concursal ni estarán sometidos a la ley del dividendo, sino que debe ser satisfecha la indemnización íntegramente mientras existan bienes en la quiebra y siguiendo el procedimiento ordinario.

6. LA TRANSFORMACION DE DEUDA DEL ESTADO

El régimen jurídico previsto para la transformación de deuda del Estado de títulos valores a anotaciones en cuenta y viceversa es muy amplio, y está basado en la voluntad del titular de la deuda.

La norma, una vez establecido que únicamente podrá ser representada en anotaciones en cuenta la deuda del Estado en cuyas condiciones de emisión así se determine expresamente, concede a los titulares de la deuda, con la mayor amplitud, la facultad de optar, a su voluntad, por una u otra forma de representación, pudiendo ejercitar su opción en cualquier momento, tanto en la emisión como a lo largo de la vida de la misma.

La anterior facultad únicamente se limita para aquellos títulos valores o anotaciones en cuenta sobre los que esté constituido derecho o traba que afecte a su fungibilidad. Asimismo, la facultad concedida al titular se suspenderá antes de los vencimientos de intereses o de los canjes, conversiones o amortizaciones, durante los veinte días hábiles anteriores, con la finalidad de no alterar la normalidad de tales procesos.

7. EL REGISTRO DE LA DEUDA PUBLICA ANOTADA

Entre las posibles alternativas para el registro de las anotaciones en cuenta de deuda del Estado, el Real Decreto 505/1987 ha optado por un sistema mixto, integrado, por una parte, por la Central de Anotaciones, que se configura como un servicio público del Estado que gestionará, por cuenta del Tesoro, el Banco de España, al que únicamente tienen acceso las entidades que pueden ser titulares de anotaciones en cuenta.

El sistema se completa con la obligación que incumbe a las entidades gestoras de llevar registros de las anotaciones en cuenta que mantengan por cuenta de terceros, a las que tiene acceso cualquier persona, física o jurídica, española o extranjera.

La conexión entre la Central de Anotaciones y los registros de las entidades gestoras se establece mediante la obligación que a éstas incumbe de comunicar diariamente a la primera los saldos por cada valor correspondiente a terceros, de acuerdo con la situación de su registro de clientes, el cual no podrá exceder el saldo total de su cuenta. Esta información se comple-

mentará semanalmente con una comunicación cuyo contenido será el detalle diario, por cada valor, de los registros efectuados durante la semana.

Por lo que se refiere al valor de las anotaciones en los registros de las entidades gestoras, no cabe duda de que la finalidad de dichos registros no es la de dar una publicidad, *erga omnes*, de los asientos que figuran en los mismos. No obstante, según el número 4 del artículo 6.º del Real Decreto, las anotaciones que, cumpliendo los

requisitos formales y procedimentales que se establezcan, lleven a cabo las entidades gestoras respecto de los saldos de valores de sus comitentes comunicados a la Central de Anotaciones, tendrán los mismos efectos que si hubiesen sido producidos por esta última, con lo que evidentemente se tiende a lograr una seguridad jurídica para el sistema, facilitando las transacciones entre los comitentes de las entidades gestoras y fortaleciendo, frente a terceros, las posiciones de aquéllos.

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.

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-

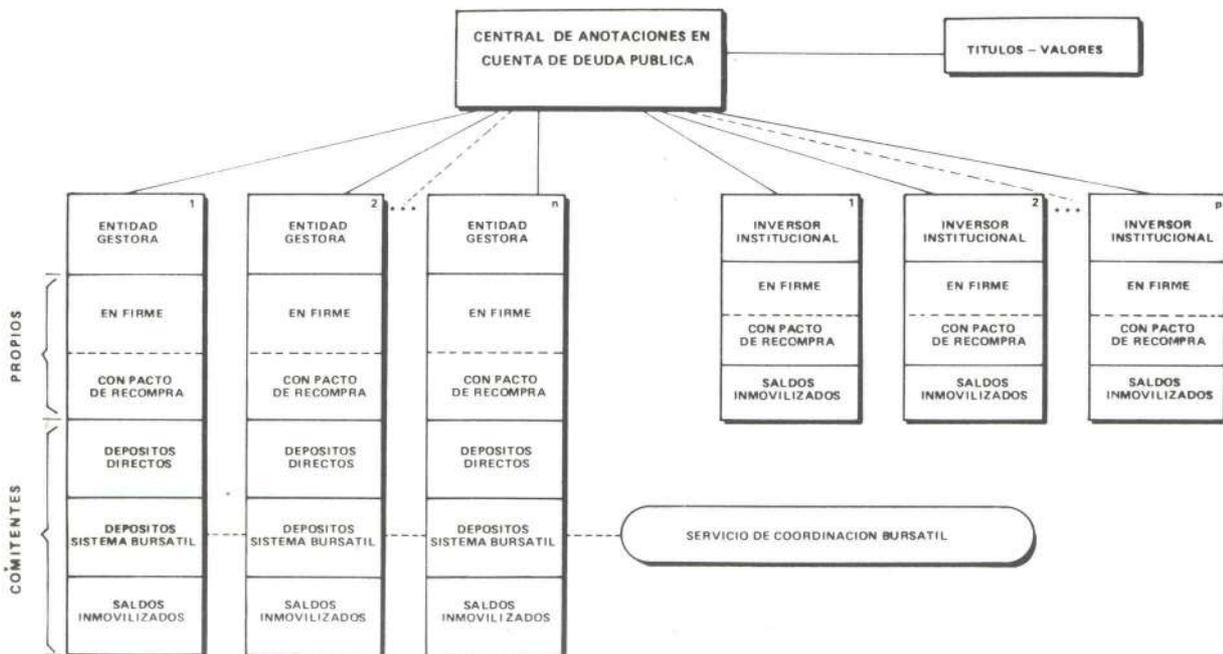
tral la que controla el número de títulos-valores en circulación, ya sean procedentes del momento de la emisión o de posteriores transformaciones desde anotaciones, y que no hayan sido a su vez cancelados por transformación a anotaciones. De este modo, la Central garantiza que, para cada emisión, la 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. Cierto 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.

CRITERIOS PARA LA ORGANIZACION DEL MERCADO DE DEUDA PUBLICA ANOTADA*

José PEREZ FERNANDEZ

La publicación reciente de las disposiciones que establecen un sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado, que será extensivo al conjunto de las emisiones realizadas por el Tesoro público, ha sentado las bases para la organización de un mercado de deuda pública anotada dotado de la amplitud, profundidad y flexibilidad necesarias para facilitar la financiación del déficit del Estado y la renovación de la deuda a medida que vence.

Un mercado de esas características no sólo resulta crucial para financiar el déficit del Estado con el menor coste para el contribuyente y sin que ello requiera la utilización creciente de los coeficientes obligatorios, sino que se sitúa además en condiciones de desempeñar un papel único y fundamental para el desarrollo de todo el sistema financiero.

En diversas ocasiones se han puesto de manifiesto las ventajas que pueden derivarse de unos mercados de deuda pública sustentados por la emisión regular de un conjunto diverso de vencimientos y dotados de una gran liquidez. El atractivo de estos valores para un grupo extenso de inversores, como medio de equilibrar sus carteras y de disponer de activos rentables muy cercanos al dinero, convierte a sus mercados en eje básico para el arbitraje y la formación de la estructura de tipos de interés de la economía y en lugar ideal para la instrumentación de las políticas monetarias y financieras.

Por ello, tras la experiencia acumulada en el desarrollo del mercado de pagarés del Tesoro, y después de analizar el funcionamiento de otros mercados de deuda pública, las autoridades españolas han emprendido un conjunto de iniciativas dirigidas a crear un nuevo mercado de deuda más eficiente, más seguro y más acorde con los avances de la tecnología y con los otros cambios registrados en los mercados monetarios y financieros.

El estudio y la reflexión sobre el desarrollo de nuestros mercados de deuda pública en el último lustro y la experiencia de otros países sugieren que, en términos generales, son cuatro los grandes pilares sobre los que deberá alzarse dicho mercado. En primer lugar, una política de emisiones sistemática basada en un conjunto simple y bien reglado de instrumentos, ofrecidos de forma regular mediante técnicas de colocación rigurosas, sostenidas y creíbles. En segundo lugar, un sistema de anotaciones en cuenta que provea a los participantes en este mercado de un método eficiente para poseer y negociar deuda pública, así como de un sistema de compensación y liquidación de las transacciones barato, rápido y seguro. En tercer lugar, una estructura de mercado flexible, que proporcione una liquidez muy elevada a la deuda pública y asegure una formación eficiente de precios. Y en cuarto lugar, pero no el último, un conjunto de regulaciones adecuadas para garantizar la solidez de las operaciones y proteger los intereses de los inversores, sin obstaculizar un desarrollo dinámico del mercado.

Una vez expuestas las características más importantes del sistema de anotaciones en cuenta en el trabajo precedente, se tratan aquí los aspectos relativos a la organización del mercado y los criterios básicos para su regulación.

* * *

La organización del nuevo mercado de deuda pública anotada parte de la experiencia sobre el funcionamiento de nuestros mercados monetarios y de valores, y pretende beneficiarse de los avances tecnológicos en el campo de las telecomunicaciones y en el tratamiento de grandes masas de datos, que, aplicados a los mercados de valores, facilitan la difusión de precios y la negociación, proporcionan base firme para la supervisión y contribuyen a la mayor integración de los mercados.

Por ello, se ha optado por un modelo complejo y descentralizado en el que la contratación se desarrolla tanto dentro como fuera de las Bolsas; capaz de atraer al mayor número posible de participantes e intermediarios; presto para adaptarse con facilidad a las circunstancias rápidamente cambiantes de los mercados financieros, y dotado, en fin, de mecanismos de regulación y supervisión adecuados para proteger los intereses de los inversores.

Los *participantes* en el mercado de deuda pública anotada son, por una parte, el Tesoro y el Banco de España; por otra, los inversores finales, y, situado entre ambos, un amplio grupo de intermediarios financieros con funciones ya sean de negociantes o bien de mediadores puros.

El *Tesoro* fija, como emisor, las características y frecuencia de las emisiones, elige el procedimiento de colocación, decide la cantidad a colocar y, en su caso, resuelve las subastas, establece las formas de representación de la deuda y ejerce funciones de regulación del mercado.

Es evidente que los mercados de deuda pública derivan su importancia de la necesidad de financiar un déficit elevado y persistente que requiere una presencia asidua y regular del Tesoro en los mercados de fondos de préstamos. Pero con frecuencia se olvida que las características de la política de emisión del Tesoro son de gran relevancia para la formación y desarrollo del mercado de deuda. La oferta regular de un conjunto simple y bien identificado de instrumentos de calidad, que cubran una gama diversa de vencimientos, es pieza básica para lograr un mercado amplio y profundo. En la medida en que la emisión se hiciera por subastas, con calendarios fijos y, a ser posible, por cantidades anunciadas —de manera que su realización y cuantía no se vea afectada sustancialmente por las condiciones que prevalezcan en los mercados—, se lograría reducir incertidumbres, se favorecería la formación de un grupo de instituciones especializadas que trabajen en íntima relación con el emisor, se abaratarían a medio plazo los fondos en un mercado eficiente —a cuya formación se contribuiría— y se ayudaría a estabilizar su funcionamiento.

Por ello, el completar los pasos emprendidos para definir un conjunto estable de instrumentos y regularizar la política de emisiones resulta fundamental para el desarrollo del mercado, como también habrá de serlo la clarificación posterior de la forma de instrumentar el control monetario y el papel que desempeñe el Banco

de España para facilitar un desarrollo ordenado del mercado.

El papel del *Banco de España* en el nuevo mercado es diverso. En primer lugar, como agente del Tesoro, se ocupa de los aspectos operativos de la emisión, de los pagos de intereses y de la amortización. En segundo lugar, gestiona la Central de Anotaciones y ejecuta las transferencias de valores y efectivo ordenadas por los titulares de cuentas de deuda anotada a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero. En tercer lugar, supervisa el conjunto del sistema, de manera que quede garantizada la existencia de unos registros apropiados de las transacciones y de la propiedad de los derechos; vigila las prácticas de negociación, compensación y liquidación para proteger los intereses de los inversores, y vela por la solidez y solvencia de los intermediarios. Y, en cuarto lugar, participa directamente en la negociación, bien para instrumentar el control monetario o bien para velar por una evolución ordenada del propio mercado de deuda.

Esta multiplicidad de tareas otorga al Banco de España un papel muy relevante en la organización y desarrollo del mercado y fortalece su función de asesor y agente del Tesoro. Con todo, conviene subrayar la importancia que tendría una orientación plena de la instrumentación de la política monetaria hacia operaciones de mercado abierto, tanto para la flexibilidad y eficacia de la misma como para la amplitud y profundidad de los mercados de deuda.

En cuanto a los *inversores*, la organización del mercado propuesta reconoce la existencia de dos grandes grupos: uno de inversores institucionales muy activos en los mercados, ya sea tomando posiciones directas o bien proporcionando financiación por grandes importes, como es el caso de los distintos intermediarios financieros —entidades de depósitos, compañías de seguros, fondos de pensiones, etc.—, y otro de inversores finales más pequeños individualmente y menos activos en los mercados secundarios, como es el caso de las familias y empresas no financieras, que, en conjunto, ostentarán en firme o financiarán mediante compraventas con compromiso de reventa un porcentaje muy elevado de los saldos en circulación. Todos ellos podrán acudir a las subastas de emisión directamente o a través de los negociantes de deuda.

En la organización del mercado de deuda pública —y en particular en el funcionamiento del mercado secundario— se otorga un papel fundamental a un amplio grupo de *entidades e intermediarios financieros* dispuestos a actuar

como vínculo entre el Tesoro y el Banco de España por un lado y los inversores finales por otro.

Algunas, las denominadas *entidades gestoras* de anotaciones en cuenta de deuda del Estado, actuarán como negociantes, comprando y vendiendo valores, bien en nombre propio o bien actuando como agentes —esto es, como *broker-dealers* en la terminología anglosajona— y, en general, mantendrán una relación regular con los inversores a través de una red comercial estable. La multiplicidad de funciones que otorga la normativa vigente a las entidades gestoras permite que éstas orienten su actividad en el mercado de acuerdo con su vocación y capacidad, de modo que puedan desarrollar tanto tareas especializadas —de custodia, de compensación, de mediación por lo mejor, de negociación en el mercado mayorista o de comercialización al por menor, ya sea en un extremo del mercado o bien a lo ancho del mismo— como el conjunto de todas ellas de forma integrada. Un núcleo de estas entidades debería actuar, en particular, como *creadores de mercado*, mediante el compromiso de cotizar continuamente precios comprador y vendedor con el fin de proporcionar contrapartida al resto, para lo que deberían disponer de facilidades adecuadas para dar liquidez al mercado, formar precios y arbitrar entre los distintos segmentos del mercado o a través del tiempo.

Otros intermediarios financieros —*corredores* de deuda pública, mediadores oficiales y mediadores del mercado monetario— desempeñarán funciones exclusivas de agentes —casando operaciones sin tomar posiciones por cuenta propia— con el fin de facilitar la búsqueda de contrapartidas y contribuir a la mayor integración del mercado. Esta tarea se vería facilitada por la existencia de redes comerciales de difusión de cotizaciones y por los sistemas de contratación con apoyo informático que puedan organizar los corredores especializados, las Bolsas de Comercio o una agrupación de negociantes de deuda.

Para entender mejor el papel de estas entidades y el *funcionamiento del mercado* conviene resaltar que el modelo elegido es básicamente uno denominado habitualmente como mercado de *dealers*, es decir, de negociantes. Esta es, *grosso modo*, la organización de mercado que ha caracterizado el mercado de pagarés del Tesoro y, sobre todo, es la que caracteriza a los mercados de deuda pública más desarrollados.

En ellos, la estabilidad de precios y la liquidez del mercado aparecen garantizadas por un gru-

po de entidades —los negociantes de deuda— dispuestos a hacer mercado, cotizando precios de oferta y demanda a los que se comprometen a operar. En esta clase de mercados se asegura, sobre todo, una pronta realización de las operaciones, en la medida en que los inversores encuentran siempre alguien dispuesto a comprar o vender a los precios que coticen.

En un mercado descentralizado será frecuente que los negociantes no coticen precios idénticos, porque diferirán en cuanto a la valoración de cada emisión o porque tendrán distintas carteras. Por ello, los inversores deberán efectuar cierta labor de búsqueda y confrontación de precios. Y cuanto más fácil resulte esta tarea mayor será la probabilidad de que la contratación se ejecute al mejor precio y, en definitiva, mayor será la integración del mercado (1).

La liquidez proporcionada a través de estos mercados se ha enfrentado por ello, tradicionalmente, con problemas de fragmentación; de hecho, en condiciones extremas que limiten la competencia o en las que tiendan a formarse relaciones de clientela, llegarían a tenerse diversos mercados con distintos precios —tantos como negociantes—, en la medida en que la inhibición de los clientes o los elevados costes de búsqueda impidieran la integración del mercado en torno a un solo precio.

Ahora bien, en un mercado competitivo, dicha fragmentación no se producirá en la medida en que surjan entidades especializadas en la búsqueda y confrontación de precios —como es el caso de las empresas de corretaje—, en la medida en que aparezcan firmas dedicadas a la difusión de cotizaciones indicativas a través de redes de telecomunicación y en la medida en que se organicen, en fin, sistemas de negociación apoyados en medios informáticos que aseguren la concurrencia de los negociantes y el cierre de operaciones al mejor precio. Estos últimos, cuando se organizan como sistemas de cotización en firme por órdenes limitadas, se convierten, en definitiva, en sistemas de subasta que recogen todas las ventajas de un mercado de *dealers* —la liquidez— y de un mercado de subastas, ya sean por sesiones o ya sean continuas.

De ahí que convenga subrayar la importancia de los mediadores y de los sistemas de cotización o de difusión de precios para asegurar la eficiencia y la integración del mercado.

El papel desempeñado por los mediadores del mercado monetario y por las empresas de difusión de información en los mercados de

pagarés del Tesoro ha sido muy importante, y probablemente seguirá siendo relevante en el segmento institucional del mercado de deuda pública anotada organizado en torno al Servicio Telefónico. La obligación de cotizar precios que adquieran las entidades gestoras y, en particular, los creadores de mercado —a través de redes propias o a través de redes organizadas— facilitará dicha tarea y reducirá los costes de búsqueda.

El conjunto de los inversores seguirá beneficiándose del papel de los mediadores oficiales, que habrán de desenvolverse en condiciones competitivas. La tarea de búsqueda de contrapartidas, confrontación de precios y ejecución por lo mejor podría verse facilitada por sistemas que asegurasen la concurrencia de especialistas dispuestos a dar contrapartidas a oferentes y demandantes.

La organización de un sistema de cotización y contratación por las Bolsas de valores ayudaría, así, a mejorar la fluidez y eficiencia del mercado. Con independencia de que sigan existiendo corros bursátiles en los que continúen negociándose picos, sería importante que se organizara en las Bolsas de Comercio un mercado continuo de deuda pública anotada en el que, junto a los agentes de Bolsa individuales —que actúen de mediadores puros— y a las sociedades instrumentales o sociedades del mercado de valores —que actúen como entidades gestoras— se integraran como miembros los creadores de mercado dispuestos a dar contrapartida en el mismo. La puesta en funcionamiento de un sistema de contratación asistida por ordenador aparece como un elemento importante para el funcionamiento del mercado que asegure la concurrencia y la integración del mismo. Y por ello está prevista, en principio, la organización por las Bolsas de un sistema de negociación y los procesos de compensación y establecimiento de saldos oportunos para su liquidación.

Además de este sistema —o del que, en su defecto, pudiera organizar una agrupación de negociantes—, hay que subrayar la importancia que para la liquidez y eficiencia del sistema va a implicar la existencia, desde un primer momento, *de un mercado de grandes partidas negociadas entre creadores de mercado* (o entre entidades gestoras), de modo que se asegure el anonimato de las partes. Este fragmento mayorista del mercado va a ser crucial tanto para incrementar la liquidez como para garantizar la formación eficiente de precios de referencia y contribuir a la integración del mercado.

Para ello, un grupo reducido de corredores es-

pecializados —los corredores entre negociantes de deuda anotada— instalarán redes informáticas propias para la difusión instantánea —por pantallas de video— de los mejores precios comprador o vendedor cotizados por los creadores de mercado y de las cantidades propuestas, ejecutando las operaciones por teléfono según prioridad de llegada y callando el nombre de las partes. Con este fin, dichos corredores tendrán acceso al Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, al que comunicarán los detalles de la operación, que será ejecutada tras confirmación separada de cada una de las partes; en el caso de que fallara una de ellas, el corredor deberá asegurar la ejecución aportando la contrapartida necesaria y cargando con las pérdidas en su caso.

La posibilidad de cerrar instantáneamente, una tras otra, operaciones a precios anunciados en firme, sin desvelar el nombre a la otra parte y sabiendo que se liquidará rápidamente —en el mismo día— dotará a este núcleo central del mercado de la capacidad para realizar operaciones por grandes importes, imprescindible para recomponer posiciones y para el desempeño de la actividad de los creadores de mercado. Ello aumentará la liquidez general del mercado de deuda y reducirá los costes de mediación.

Además, la ejecución al mejor precio y por orden de llegada son características del proceso de contratación propias de un sistema de subasta, lo que garantizará una formación eficiente de precios y contribuirá a la integración del mercado. Estos precios se convertirán, de hecho, en punto de referencia para la negociación entre las entidades gestoras y sus clientes; máxime cuando la difusión de los precios e importes negociados quedará asegurada por el Banco de España, que lo hará varias veces —en principio, cada hora— a lo largo de cada jornada.

Este sistema de cotización y negociación entre los creadores de mercado; la obligación que tendrán éstos —y, en menor medida, las restantes entidades gestoras— de cotizar precios a sus clientes, bien directamente o bien a través de redes organizadas; la organización por las Bolsas de un sistema de negociación asistida por ordenador, y otros de este tipo que pudieran llegar a organizarse, aparecen, por tanto, como elementos básicos del proceso de formación de precios que asegurarían una gran integración del mercado.

El esquema adjunto proporciona un *resumen* de lo que podría ser la negociación en el mercado de deuda anotada. Como se pone de manifiesto a continuación, subsisten algunas cuestio-

ESQUEMA N.º 1



nes —formación del núcleo de creadores de mercado, acceso a la red de corredores entre negociantes de deuda anotada, carácter de las facilidades a proporcionar a los inversores institucionales y organización del sistema bursátil— de gran trascendencia para el funcionamiento y desarrollo del mercado. No obstante, los elementos básicos ya existentes y aquellos otros en ciernes contribuirán probablemente a la liquidez de la deuda y a facilitar una formación bastante eficiente de precios.

La protección de los inversores exige, finalmente, un sistema de supervisión de prácticas comerciales que efectuarán el Banco de España y las Bolsas de Comercio. Los detalles de las operaciones realizadas fuera de las Bolsas entre las entidades gestoras y sus clientes serán remitidos regularmente al Banco de España para su examen. Y las cifras agregadas relativas a importes negociados, precios medios y desviaciones respecto a los mismos serán finalmente difundidas por el Banco de manera inmediata.

* * *

Antes de seguir adelante conviene hacer referencia a tres de las cuestiones polémicas cuya solución reviste gran importancia para el funcionamiento y desarrollo del mercado: primero, la formación de un núcleo de entidades gestoras —que desempeñen la tarea de creadores de mercado— con compromisos específicos de cotizar en todo momento una gama amplia de valores a un grupo diverso de inversores; segundo, la conveniencia de que los inversores institucionales tengan acceso directo a la titularidad

de cuentas en la Central de Anotaciones y a los procesos de ejecución, compensación y liquidación del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, y tercero, el grado de apertura del sistema de información y negociación organizado por los corredores especializados de deuda.

En relación al primero, conviene reseñar que existen tres alternativas: *a)* exigir a todas las entidades gestoras que coticen continuamente precios comprador-vendedor en una gama amplia de valores; *b)* no imponer esta obligación en absoluto y dejar que surja espontáneamente, en su caso, un grupo de entidades dispuestas a hacerlo, y *c)* estimular la formación de un núcleo central de entidades gestoras que actúen como creadores de mercado y exigir unos compromisos más reducidos de cotización a las restantes.

Es bien conocido que la alternativa *b)* fue la escogida en el caso del mercado de pagarés del Tesoro, y de todos es sabido que los tímidos intentos de algunas entidades delegadas de cotizar precios comprador-vendedor no prosperaron. La existencia de un grupo significativo de entidades que aseguren la fluidez y estabilidad de la negociación es, sin embargo, un elemento fundamental del esquema de mercado descentralizado antes expuesto —especialmente en el segmento de mercado correspondiente a la deuda a medio y largo plazo y cuando se negocia en fechas distantes de la emisión—, por lo que esta vez es preciso asegurar su presencia desde el comienzo de la andadura del nuevo mercado. Esto conviene hacerlo sin forzar —como ocurre en la alternativa *a)*— al grupo más amplio de

entidades gestoras, que o bien no dispongan de organización ni recursos de capital suficiente para hacerlo, o bien deseen desempeñar algunas tareas específicas —distribución, mediación para sus clientes, negociación ocasional en una gama reducida de valores, etc. Por el contrario, la alternativa *c*) cuenta con la ventaja de asegurar la liquidez y estabilidad de precios deseada mediante un esquema institucional más flexible que *a*) y más sólido y seguro que *b*). La existencia, junto a los creadores de mercado, de este otro grupo de entidades gestoras —al que podríamos denominar negociantes secundarios— reforzaría la amplitud del mercado, aumentaría la competencia y serviría de cantera —o refugio— de la que surgirían —o adonde retornarían— los creadores de mercado.

En cuanto a la segunda cuestión, el acceso directo a las cuentas de la Central de Anotaciones y al Servicio Telefónico del Mercado de Dinero es un aspecto del actual mercado de pagarés del Tesoro que incorpora el nuevo mercado de deuda pública. Como ya se ha señalado antes, entre los inversores finales en deuda pública destaca habitualmente un grupo de grandes inversores institucionales —bancos, cajas de ahorros, compañías de seguros, fondos de inversión y otros— que, sin desempeñar funciones regulares de negociación —para sí y sus clientes—, pueden ser muy activos comprando y vendiendo valores de su cartera y financiando grandes importes mediante compraventas con compromiso de reventa y tener un papel muy importante en el mercado.

En la medida en que estas instituciones puedan ser titulares directos de cuentas en la Central de Anotaciones —aun cuando no dispongan de cuentas para clientes— y cerrar operaciones a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, contribuirán a aumentar la competencia y a lograr una mayor integración del mercado.

El carácter del mercado organizado en torno al Servicio Telefónico del Mercado de Dinero —negociación de grandes importes, compensación y liquidación en la misma fecha de contratación, etc.— sugiere la conveniencia de que dicho acceso quede limitado a entidades que cumplan los requisitos de solidez financiera y profesional necesarios. En caso contrario, el funcionamiento del mercado entre instituciones podría verse afectado por perturbaciones indeseables, con el peligro de que los riesgos de sistema —o encadenados— en los procesos de liquidación (tanto de operaciones en firme como con compromiso de reventa) se transmitieran a la generalidad del mercado. Así pues, al decidir la

amplitud de este grupo es preciso ponderar con cuidado los beneficios de una mayor competencia con los riesgos de una pérdida de solidez operativa.

El tercer problema planteado es el del grado de apertura de los sistemas de información y negociación gestionados por corredores especializados de deuda anotada. Esta cuestión es bastante controvertida, y como prueba de ello están las polémicas surgidas en Estados Unidos y en el Reino Unido —especialmente en el primero, en donde el Congreso ha encomendado un estudio del tema recientemente.

Es evidente que para operar en el contexto antes descrito —grandes importes, liquidación en la misma fecha de negociación y ejecución sin desvelar el nombre de las partes— es preciso que cada uno pueda confiar en la profesionalidad y responsabilidad financiera de los participantes. Por ello, el acceso a la red de corredores especializados deberá estar limitado a entidades de primera calidad; y, puesto que el corredor debe asegurar la ejecución de la operación en caso de fallo de una de las partes, si las autoridades no formulan los criterios que restrinjan el acceso, deberán hacerlo los propios corredores para controlar sus riesgos y por motivos técnicos de dimensión de sus redes.

En favor de que el acceso al sistema de negociación esté restringido inicialmente al grupo de creadores de mercado que cumplan los requisitos que pudiera establecer el Banco de España, puede argumentarse que, especialmente en el período inicial, y hasta la consolidación del nuevo mercado, es conveniente limitar las ventajas de acceso al sistema a aquellas entidades que se comprometan a «crear mercado» en cualquier circunstancia y que, en consecuencia, «estén a las duras y a las maduras». Es más, como puede deducirse de lo antes expuesto, esta red está concebida como un sistema de contratación entre negociantes de deuda para facilitar la recomposición de sus carteras y aumentar la liquidez.

Frente a estos argumentos, cabe señalar que la ampliación del conjunto de entidades con acceso a la red de corredores —ya sea a las entidades gestoras o bien a los titulares de cuentas en la Central de Anotaciones—, siempre que tengan la solidez financiera y profesional requeridas, a juicio de las autoridades y de los corredores que gestionan la red, contribuiría a aumentar la competencia, reduciría los peligros de fragmentación del mercado, favorecería una formación más eficiente de precios y ampliaría la base del negocio de los corredores, con la reducción consiguiente de costes —que sería dudosa si

aumentan los riesgos por pérdida de calidad de los participantes.

Por ello, ponderando los argumentos anteriores, cabría una solución intermedia consistente en: hacer accesible la información al conjunto del mercado mediante la difusión sin retraso de los precios e importes negociados, que haría el Bancó de España, y, si se estima necesario, de las cotizaciones existentes en pantalla en cada momento; limitar el acceso pleno al sistema de información y negociación a los creadores de mercado, y extender el mismo, con ciertas limitaciones, a otras entidades gestoras. Esto último podría consistir bien en que existiera la posibilidad de cerrar operaciones contra las posiciones de los creadores de mercado que apareciesen en las pantallas de video, desvelando el nombre de la contrapartida al creador de mercado, o bien en que los corredores aceptasen el riesgo de seleccionar algunas entidades gestoras adicionales que tendrían acceso a la red en las mismas condiciones que los creadores de mercado, anunciando a éstos la lista de sus clientes.

La elección entre las alternativas existentes es, una vez más, un problema de ponderar la mayor competencia frente a una mayor fluidez y solidez operativa.

* * *

Cuestión final, muy importante, es la relativa a la regulación y supervisión del mercado.

El fundamento básico de la regulación de un mercado de deuda pública de las características antes reseñadas se halla en el carácter imperfecto de la información disponible por los inversores y en el coste de acceso a la misma para evaluar los riesgos frente a los participantes —en particular, las entidades gestoras— y frente a la evolución de los mercados. En la medida en que la información es costosa y existen economías de escala tanto en su obtención como en la ejecución de las transacciones, el inversor pequeño se enfrentará siempre a los riesgos adicionales que se derivan de su reducido tamaño y su escasa sofisticación. De ahí que los poderes públicos deban intervenir supervisando la solvencia y solidez tanto de las entidades gestoras como de aquellas otras que, por su íntima conexión operativa con ellas, puedan ser fuente de riesgos de sistema —como es el caso de los riesgos generados en los procesos de compensación y liquidación—. Estos adquieren hoy una importancia inusitada en la medida en que las técnicas de comunicación han agilizado dichos procesos, han estimulado la rotación en los mercados y han acrecentado los riesgos en cadena.

La regulación de estos mercados debe, con todo, alcanzar el difícil equilibrio entre la búsqueda de la confianza de los inversores y el estímulo a la competencia, la flexibilidad y el desarrollo dinámico de los mercados. La desviación en una u otra dirección sería costosa para el Tesoro por la pérdida de eficiencia que entrañan los excesos normativos o por los mayores costes de captación de recursos que produciría la pérdida de confianza de los inversores. Por ello, hay que saber compatibilizar una regulación y supervisión rigurosa de los aspectos básicos, que garantice la solidez del mercado y las buenas prácticas comerciales, con el respeto a la iniciativa y a la competencia necesario para no asfixiar la innovación y conseguir una gran eficiencia.

La regulación básica debe partir de un análisis de la actividad de los principales protagonistas del mercado —en especial de las entidades gestoras y creadores de mercado—, de los riesgos inherentes a la misma y de sus consecuencias para los inversores.

El papel de las *entidades gestoras* en un mercado como el antes reseñado es sin duda más complejo que el de un agente mediador, y esto es algo que conviene no olvidar.

Para el desempeño de sus funciones deben mantener existencias —ya sea para hacer frente a sus compromisos de venta o bien por el período que media entre una compra y una venta—, lo que se hace especialmente necesario en el caso de los creadores de mercado. Además, la eficiencia y estabilidad del mercado se beneficia de la toma de posiciones —largas y cortas—, ya sea para la distribución, ya sea para cubrirse, ya sea con fines especulativos. Estas posiciones requieren una financiación apropiada —habitualmente mediante venta con compromiso de recompra— y la asunción de compromisos u opciones. Y su actividad se verá completada con actuaciones de arbitraje y otras.

En general, el conjunto de ellas entraña riesgos de fluctuación de precios —es decir, riesgos de mercado o de posición—, riesgos de solvencia de las entidades con las que operan —riesgos de crédito— y riesgos de gestión, que se derivan de la falta de sistemas de información, de evaluación de riesgos, de control interno, de organización apropiada, en definitiva.

La diversificación, la cobertura, el examen financiero de los deudores y la buena gestión reducen los riesgos, pero no los eliminan. La última línea de defensa se halla, por tanto, en un volumen de recursos propios adecuado para afrontar pérdidas inesperadas.

Por ello, entre los requisitos básicos para ser entidad gestora o creador de mercado deben de estar: a) el disponer de organización, medios técnicos y sistemas de control interno adecuados para el desempeño de sus tareas, y b) el adecuar los riesgos asumidos en su actividad a los recursos propios disponibles. La supervisión regular del cumplimiento de estos requisitos es fundamental para evitar la quiebra de las entidades y su repercusión consiguiente sobre los intereses de los inversores y sobre el funcionamiento del mercado.

Hay que tener en cuenta, por otra parte, que las entidades gestoras desempeñarán un papel protagonista en el sistema de anotaciones en cuenta: llevarán los registros de titularidad y ejecutarán los procesos de compensación y liquidación. Por ello, deberán sujetarse a la normativa que regula el mismo, con el fin de proteger a los inversores contra el fraude y las malas prácticas. Y las autoridades deberán supervisar el cumplimiento de esta normativa —segregación de los valores de los comitentes, registros adecuados, extensión de resguardos, comunicación a la Central de Anotaciones, etcétera.

La protección de los inversores —en particular de los pequeños— exigirá, asimismo, una supervisión mínima de las prácticas comerciales y de los productos. Ya se ha señalado antes que, a diferencia de lo que sucedía en el mercado de pagarés del Tesoro, el Banco de España va a realizar un seguimiento de la negociación efectuada entre las entidades y sus clientes, recogiendo la información pormenorizada —precios, importes, características de la operación, etc.—, con el fin de detectar anomalías y prácticas incorrectas en la negociación; esta información agregada de precios e importes negociados será publicada regularmente. Otros aspectos que se regulan hacen referencia a temas tales como normas de cotización, de contratación, de liquidación, cambio de depositario, etc., que son habituales en la regulación de los mercados de valores.

En el caso de los *creadores de mercados* será preciso, además, supervisar los compromisos de cotización que hayan adquirido y, en la medida en que la intensidad y calidad de su actividad lo requiera, la supervisión de riesgos antes referida deberá ser más frecuente y rigurosa. Obviamente, en tanto en cuanto tengan unos compromisos mayores, éstos deben contar con unas contrapartidas.

La regulación y supervisión no deben limitarse, con todo, a las entidades gestoras y a los creadores de mercado. Por una parte, la participa-

ción directa en los procesos de compensación y liquidación, organizados por la Central de Anotaciones y efectuados a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, entraña riesgos de liquidación importantes tanto para el Banco de España como para el conjunto de entidades adheridas a aquél; y, por ende, para el conjunto del sistema. Por ello, los *inversores institucionales* con acceso al mismo deberán cumplir unos requisitos mínimos de solidez financiera y profesional, amén de sujetarse a las normas de funcionamiento del Servicio Telefónico.

El otro conjunto de participantes que requiere una regulación y supervisión mínima es el de los *mediadores* en el mercado telefónico y, en particular, los *corredores entre negociantes de deuda*, tanto por los riesgos que asumen como por el carácter de la actividad que desempeñan.

En resumen, el conjunto de normas reguladoras y de supervisión tratan de: garantizar la profesionalidad y la solidez financiera de las distintas entidades que actúen en el mercado, ya sea en la negociación, ya sea como depositarios, o bien en la compensación y liquidación de las transacciones; velar por las buenas prácticas comerciales y por la ejecución eficiente a precios de mercado; establecer unos registros apropiados y unas reglas de contabilización correctas, y estipular unas obligaciones de información regular. Todo ello se apoyará, finalmente, en un sistema de inspección que garantice su cumplimiento.

* * *

El conjunto de iniciativas emprendidas por las autoridades implica un avance significativo en el desarrollo del sistema financiero, y en particular harán posible un mercado de deuda pública amplio, profundo y flexible, capaz de convertirse en eje del sistema financiero, en lugar apropiado para la instrumentación de la política monetaria y, sobre todo, en vehículo que facilite la financiación del déficit público con el menor coste para el contribuyente.

NOTAS

(*) Versión revisada de la conferencia pronunciada en las XIV Jornadas del Mercado Monetario organizadas por InterMoney.

(1) Para evitar que dicha búsqueda quede dificultada por las relaciones con su actual depositario —es decir, con la entidad gestora que «custodia» el valor y lo mantiene registrado en sus archivos—, la normativa que desarrolla el Real Decreto 505/1987 ha previsto y regulado en detalle la operación de traspaso de una a otra entidad gestora.

APENDICE LEGISLATIVO

Ley 46/1985, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1986.

Ley 21/1986, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1987.

Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado.

Consideraciones sobre la organización de un nuevo mercado de Deuda Pública (Banco de España. Borrador de trabajo), 14 de mayo de 1987.

Orden de 19 mayo de 1987 que desarrolla el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispuso la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado y por la que se delegan determinadas competencias en el Director General del Tesoro y Política Financiera.

Circular del Banco de España núm. 16/1987, de 19 de mayo. Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado.

Circular del Banco de España núm. 20/1987, de 9 de junio. Deuda del Estado. Entidades gestoras de anotaciones en cuenta.

Orden de 11 de junio de 1987 por la que se dispone la emisión de Deuda del Tesoro, formalizada en Letras del Tesoro, durante 1987 y se modifican parcialmente las Ordenes de este Ministerio de 8 y 22 de enero y 19 de mayo de 1987.

Circular del Banco de España núm. 21/1987, de 16 de junio. Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Deuda del Tesoro.

Resolución de 24 de junio de 1987, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, mediante la que se da cumplimiento a lo dispuesto en los artículos 8.º y 15 de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 19 de mayo de 1987 sobre aplicación del sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado.

Resolución de 9 de julio de 1987, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se completa la de 24 de junio de 1987 de la misma Dirección General.

**LEY 46/1985, DE 27 DE DICIEMBRE,
DE PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO
PARA 1986 (BOE, NUM. 311, DE 28 DE DICIEMBRE
DE 1985)**

Artículo 4.º

Uno. Se autoriza al Gobierno para que, a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda:

A) Emita o contraiga Deuda del Estado.

a) Deuda del Estado, amortizable, interior o exterior, según razones de política económica, con la finalidad de financiar los gastos autorizados por esta Ley, hasta un límite máximo de 390.000 millones de pesetas. Cuando de ello pueda seguirse un menor coste o una mejor estructura temporal de la Deuda o de su carga financiera, el límite citado será incrementado en el valor nominal de las amortizaciones anticipadas de deuda propia del Estado o asumida, que hayan sido realizadas durante el ejercicio o que en el momento de creación de la Deuda sean acordadas, al amparo de lo dispuesto en las respectivas normas de emisión o contratación.

b) La suscripción y transmisión de la Deuda del Estado materializada en anotaciones en cuenta no precisará la intervención de Fedatario público. El Gobierno establecerá el régimen aplicable a la Deuda del Estado no materializada en título-valores.

El Ministerio de Economía y Hacienda podrá disponer que la Deuda del Estado esté representada en títulos-valores o en cualquier otro documento, anotación o cuenta que formalmente la reconozca.

B) Incremente la Deuda del Tesoro en el importe necesario para financiar hasta 600.000 millones de pesetas los gastos autorizados en esta Ley. Este límite será efectivo al término del ejercicio. En ningún momento, durante 1986, la financiación neta mediante Pagarés podrá exceder de la cifra señalada por una cuantía superior al valor nominal menos los intereses implícitos de los Pagarés en circulación con vencimiento anterior al 1 de enero de 1987.

Los Pagarés del Tesoro podrán estar representados en títulos valores o mediante anotaciones en cuenta y, tanto en su suscripción como en su transmisión o negociación, no será necesaria la intervención de fedatario público.

Los valores efectivos, importes nominales menos intereses implícitos de las emisiones y amortizaciones de esta Deuda durante el año se contabilizarán transitoriamente en una cuenta de operaciones del Tesoro, cuyo saldo se aplicará al final del ejercicio a los Presupuestos del Estado, a cuyo capítulo III se imputarán a su vencimiento los intereses correspondientes.

**LEY 21/1986, DE 23 DE DICIEMBRE,
DE PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO
PARA 1987 (BOE, NUM. 307, DE 24 DE DICIEMBRE
DE 1986)**

Artículo 38. 4:

a) La deuda del Estado y del Tesoro, a que se refieren los números uno a tres anteriores, podrá estar representada por anotaciones en cuenta, por títulos-valores o por cualquier otro documento que formalmente la reconozca.

b) Se autoriza al Gobierno a dictar las disposiciones necesarias para implantar el sistema de instrumentación de la deuda pública en anotaciones en cuenta y regular las transacciones basadas en tales anotaciones.

c) Se autoriza al Ministro de Economía y Hacienda para que, en el marco de la regulación aprobada por el Gobierno, modifique la forma de instrumentación de las emisiones de deuda del Estado y del Tesoro ya en circulación o que se emitan en virtud de lo dispuesto en esta Ley.

d) En la suscripción y transmisión de la deuda negociable del Estado y del Tesoro sólo será preceptiva la intervención del fedatario público cuando aquélla esté representada por títulos-valores. Se exceptúan, sin embargo, las operaciones con pagarés del Tesoro y aquellas otras en las que los títulos-valores se extingan como consecuencia de las modificaciones previstas en la letra c) anterior.

**REAL DECRETO 505/1987, DE 3 ABRIL, POR EL QUE
SE DISPONE LA CREACION DE UN SISTEMA
DE ANOTACIONES EN CUENTA PARA LA DEUDA
DEL ESTADO (CORRECCION DE ERRORES
BOE, NUM. 128, 29 DE MAYO DE 1987,
PAGINA 15986 INCLUIDA EN EL TEXTO)**

La aparición y posterior extensión del título-valor, con la consiguiente incorporación del derecho al documento, constituyó un hito fundamental en el desarrollo de los mercados de capitales y, en cierto sentido, de la moderna economía de mercado.

La ingente ampliación de aquellos mercados, a los cuales no ha sido ajena la actividad del Estado como emisor de títulos públicos cuyo producto se destinaba a financiar las crecientes diferencias entre ingresos y gastos presupuestarios, ha convertido el título-valor en un obstáculo para el ágil funcionamiento del tráfico mercantil. Se hace preciso, por lo tanto, iniciar nuevas fórmulas que posibiliten las operaciones de

transmisión de los derechos que los títulos incorporaban, así como el normal y puntual ejercicio de los mismos. Precisamente, la aparición de los modernos sistemas informáticos contribuye a resolver las dificultades anejas al manejo material de las masas de títulos —públicos y privados— negociados en los mercados. En efecto, la rapidez en el tratamiento de la información, la posibilidad de incorporar mecanismos que eviten o subsanen los errores cometidos, así como las facilidades de interconexión, que permiten el intercambio a distancia de cientos de miles de datos, hacen que hoy en día el tratamiento informático permita la sustitución del viejo soporte documental por simples referencias procesables en los ordenadores.

En realidad, la nueva configuración que la emisión de Deuda Pública a través de anotaciones en cuenta implica, supone la creación de un tratamiento jurídico propio y específico que se aleja de la tradicional doctrina del título-valor, en cuanto que lo que ahora se plantea es la sustitución de éste por una técnica operativa más ágil y funcional cuyo fundamento teórico se halla más cercano al concepto de derechos-valores que al de títulos-valores.

Se facilitará de esta forma la tenencia y transmisión en los mercados secundarios de la Deuda Pública, favoreciendo la financiación del Estado e introduciendo elementos que contribuirán a incrementar la eficiencia del mercado financiero en su acepción más amplia, al tiempo que se mejora la gestión y se agiliza el tráfico de los activos financieros emitidos por el Estado.

El sistema de anotaciones en cuenta de Deuda del Estado queda configurado como un procedimiento para la tenencia de valores emitidos por el Estado, en el que sus adquirentes poseen derechos frente al mismo asentados en una Central de anotaciones, cuya gestión es delegada por el emisor al Banco de España. Dichos valores serán negociables y transmisibles en mercado secundario.

Por razones de eficiencia y economicidad, el número de titulares de cuentas en la Central estará limitado a las entidades e intermediarios financieros que se determinen. Una parte de los titulares de cuentas podrá adquirir la condición de Entidad Gestora de anotaciones en cuenta de Deuda del Estado —en adelante, Entidad Gestora—, manteniendo dentro de aquéllos, y debidamente desglosados, los saldos de terceros. A este fin, las Entidades así autorizadas deberán mantener, por delegación, los registros detallados que acrediten la titularidad de los saldos de terceros frente al Estado.

A las Entidades Gestoras se atribuyen funciones registrales y de administración del mercado secundario, tanto en materia de contratación como de compensación y liquidación. Para el desarrollo de las mismas, y sujetas al cumplimiento de los requisitos que se establezcan, podrán organizarse sistemas de compensación y liquidación que agrupen a las Entidades gestoras, atribuyéndoles parte de las funciones asignadas a estas últimas. Las Bolsas Oficiales de Comer-

cio contarán con un sistema de compensación y liquidación específico, previsto en el presente Real Decreto, y establecerán un sistema de contratación y negociación de las deudas emitidas al amparo del mismo.

Será tarea, entre otras, de la normativa que desarrolle los principios establecidos en este Real Decreto, y de acuerdo con las directrices que en el mismo se establecen, la de precisar las reglas que rijan las relaciones entre los titulares de cuentas en la Central de anotaciones y la propia Central, así como las normas a que deberán quedar sujetas las Entidades Gestoras, o los sistemas de contratación o compensación que se organicen para el ejercicio de sus funciones, especificando sus obligaciones respecto a los órganos de supervisión.

En atención a lo que antecede, y al amparo de lo dispuesto en el artículo 38.4 de la Ley 21/1986, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1987, y en los artículos 101 y 102 de la Ley 11/1977, de 4 de enero, General Presupuestaria, de acuerdo con el Consejo de Estado, previa deliberación del Consejo de Ministros en su reunión del día 3 de abril de 1987:

DISPONGO:

Art. 1.º *De la representación de la Deuda del Estado.*

La Deuda del Estado podrá estar representada, además de en los títulos-valores, en anotaciones en cuenta en una Central de anotaciones en cuenta de Deuda del Estado.

Art. 2.º *Del régimen jurídico aplicable a la Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta.*

1. Las anotaciones en cuenta representativas de la Deuda del Estado se regirán por lo dispuesto en este Real Decreto y disposiciones que lo desarrollen.

2. La constitución de prenda y demás derechos de garantía sobre anotaciones en cuenta será comunicada a la Central de anotaciones, que procederá a su desglose dentro de las cuentas incluidas en la Central, de forma que permita la individualización e identificación de los saldos en garantía, y extenderá la certificación oportuna.

3. Igualmente, serán objeto de desglose en la Central de anotaciones los valores sobre los que se constituya algún derecho o traba que impida la fungibilidad con los restantes de la misma emisión.

Art. 3.º *De la no intervención de fedatario público.*

La suscripción y transmisión de anotaciones en cuenta representativas de Deuda del Estado no precisará la intervención de fedatario público. Tampoco será necesaria dicha intervención para la transformación de títulos-valores de Deuda del Estado en anotaciones en cuenta.

Art. 4.º *De los titulares de Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta.*

Podrán adquirir y mantener Deuda del Estado representada por anotaciones en cuenta, en las cuentas bajo su titularidad abiertas en la Central de anotaciones, las Entidades e intermediarios financieros que cumplan los requisitos que el Ministro de Economía y Hacienda establezca atendiendo a criterios de solvencia y capacidad operativa y que se comprometan a observar las condiciones de funcionamiento que el mismo determine.

Las restantes personas físicas y jurídicas podrán adquirir y mantener Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta, en calidad de comitentes, en las Entidades Gestoras a que se refiere el artículo 6.º

Art. 5.º *De la Central de anotaciones en cuenta de la Deuda del Estado.*

1. La Central de anotaciones es un servicio público del Estado que gestionará, por cuenta del Tesoro, el Banco de España, con la estructura que éste determine.

2. La Central de anotaciones en cuenta de Deuda del Estado gestionará la emisión y amortización de los valores incluidos en el sistema de anotaciones en cuenta, los pagos de los intereses devengados por sus titulares y las transferencias de saldos que se originen por su transmisión en el mercado secundario. Asimismo, llevará a cabo las tareas necesarias para el cumplimiento de lo previsto en los números 2 y 3 del artículo 2.º

3. La Central de anotaciones organizará un mercado secundario entre los titulares directos de cuentas en la propia Central, y con este fin establecerá los procedimientos de cotización y negociación, así como los de compensación y liquidación derivados de éstos, velando en todo momento por la transparencia de los mismos y su correcta aplicación. La liquidación de operaciones se efectuará mediante el asiento simultáneo de las transferencias de valores en las cuentas de la Central y de las contrapartidas correspondientes en las cuentas de efectivo en el Banco de España.

4. Con autorización del Ministro de Economía y Hacienda, la Central de anotaciones podrá determinar el momento en que en el mercado organizado por ella podrá iniciarse la práctica de cada una de las modalidades de operación.

Art. 6.º *De las Entidades Gestoras.*

1. Aquellos titulares de cuentas en la Central de anotaciones que puedan mantener anotaciones de terceros dentro de sus cuentas en la mencionada Central, se denominarán Entidades Gestoras de Anotaciones de Deuda del Estado.

2. La condición de Entidad Gestora será otorgada por el Ministro de Economía y Hacienda a aquellos

titulares de cuentas en la Central de anotaciones que, estando inscritos en algunos de los registros que mantienen el Ministerio de Economía y Hacienda o el Banco de España para Entidades de depósito e intermediarios financieros, reúnan la solvencia y capacidad operativa y se comprometan a observar las especiales condiciones de funcionamiento que se establezcan en virtud de lo dispuesto en el número 5 del artículo 12. La condición de Entidad Gestora podrá ser retirada en los términos establecidos en el número 10 del mismo artículo.

3. Las Entidades citadas en los números anteriores gestionarán, como comisionistas por cuenta de quienes no puedan ser titulares directos de cuentas en la Central de anotaciones, la adquisición, mantenimiento y transmisión de Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta, haciendo seguir a los titulares las liquidaciones de intereses y amortizaciones que les correspondan. Asimismo, gestionarán la negociación en el mercado secundario y los procesos de compensación y liquidación, formalizando los cambios de titularidad a que den lugar.

4. Las Entidades Gestoras, como delegadas del Tesoro, quedan obligadas a la permanente identificación de sus comitentes titulares de Deuda en anotaciones, asegurando la continua y exacta correspondencia de los saldos de valores mantenidos por cuenta de aquéllos con los saldos de terceros de sus cuentas en la Central de anotaciones. Igualmente corresponderá a las Entidades Gestoras, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo segundo, 2 y 3, facilitar, en la esfera que les es propia, el adecuado desenvolvimiento de los derechos a que se refieren los citados preceptos.

Las anotaciones que, con los requisitos formales y procedimentales que se establezcan, lleven a cabo las Entidades Gestoras en relación con los saldos de valores de sus comitentes comunicados a la Central de anotaciones y asentados por ésta tendrán los mismos efectos que si hubiesen sido producidas por la Central de anotaciones.

5. Las Entidades Gestoras desglosarán dentro de sus cuentas los saldos de anotaciones de Deuda del Estado que mantengan por cuenta de sus comitentes, en la forma que se regule, atendiendo a la situación jurídica en que se encuentren, las necesidades operativas y de control del sistema o la conveniencia de contar con información estadística relativa al mismo.

6. Las Entidades Gestoras extenderán resguardos acreditativos de la formalización de la anotación en cuenta a nombre del titular de los derechos. Dichos resguardos deberán codificarse de modo que se garantice la correspondencia con los registros de la entidad y con la información comunicada a la Central de anotaciones. Los resguardos no serán transmisibles ni negociables ni representativos del valor y sólo acreditarán la formalización de la anotación y su identificación.

7. Sujetos a la autorización del Ministro de Economía y Hacienda, podrán establecerse sistemas de compensación y liquidación que agrupen y presten

servicios a varias Entidades Gestoras. La autorización será concedida en función de su viabilidad y de que no supongan merma de la seguridad operativa del sistema, y podrá ser retirada si dejan de concurrir las circunstancias que fundamentaron su concesión.

Art. 7.º Del régimen específico de las Bolsas Oficiales de Comercio, de negociación, compensación y liquidación de operaciones.

1. Las Bolsas Oficiales de Comercio gestionarán un régimen específico de negociación, compensación y liquidación de operaciones sobre anotaciones en cuenta de Deuda del Estado, que estará sujeto a la autorización del Ministro de Economía y Hacienda en los términos señalados en el número 8 del artículo 12. Los saldos incluidos en este régimen específico se mantendrán desglosados en las cuentas de las Entidades adheridas en la Central de anotaciones.

2. Serán Entidades Gestoras adheridas, aquellas que habiendo adquirido la condición de Entidad Gestora, cumplan las obligaciones que se establezcan de conformidad con el número 8 del artículo 12 de este Real Decreto. Dichas Entidades participarán en los procesos de compensación y liquidación a que se refiere este artículo, recibirán y harán seguir a sus clientes las referencias extendidas por los servicios de las Bolsas, mantendrán los registros de titulares y harán seguir a los mismos las liquidaciones que se deriven de las operaciones de compraventa, pago de intereses o amortización.

Art. 8.º De la transmisión y de las operaciones de compraventa con pacto de recompra.

1. Las transmisiones de Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta se tendrán por realizadas en el momento en que la central de anotaciones o, en su caso, la Entidad Gestora efectúen las anotaciones correspondientes, de acuerdo con lo dispuesto en el número 4 del artículo 6.º

2. El régimen jurídico de la compraventa se aplicará, en los términos del presente Real Decreto, a las operaciones de compraventa con pacto de recompra de Deuda del Estado, representada en anotaciones en cuenta.

En estas operaciones el titular de los derechos los vende hasta la fecha de la amortización, conviniendo con el comprador simultáneamente la recompra de derechos de la misma emisión y por igual valor nominal, en una fecha intermedia entre la de venta y la de la amortización más próxima, aunque ésta sea parcial o voluntaria.

En todos los casos, el comprador de los derechos en una operación de compraventa con pacto de recompra adquiere la propiedad de los mismos. La Central de anotaciones o las Entidades Gestoras, en su caso, procederán a inmovilizar los saldos representativos de los derechos transmitidos para operaciones con pacto de recompra con vencimiento superior al de la operación concertada a plazo, así como para

su compraventa simple o su transformación a título valor.

La realización de operaciones de compraventa con pacto de recompra entre las Entidades Gestoras y sus clientes estará sujeta a las limitaciones que establezca el Ministro de Economía y Hacienda, con el fin de asegurar la supervisión del sistema y la protección de los inversores.

Art. 9.º De las tarifas aplicables.

Las tarifas aplicables por la Central de anotaciones de Deuda del Estado a los usuarios de la misma serán establecidas por el Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe del Banco de España. Las tarifas que rijan entre las Entidades Gestoras y las Bolsas Oficiales de Comercio o entre aquéllas y los sistemas a que se refiere el artículo 7.º, y número 7 del 6.º, deberán ser preceptivamente comunicadas a la Central de anotaciones y hechas públicas en la forma que se determine. Las que se apliquen por las Entidades Gestoras a sus clientes se ajustarán a lo que se establezca por el Ministerio de Economía y Hacienda.

Art. 10. De las liquidaciones a efectuar por emisión, reembolso y pago de intereses.

La liquidación de los importes efectivos por emisión, pago de intereses o por amortización de las anotaciones en cuenta de Deuda del Estado se realizarán en la cuenta de efectivo de los titulares de las cuentas en la Central de anotaciones, por la cantidad que corresponda a la totalidad de sus saldos, tanto de su propia cartera como de sus comitentes. Las Entidades Gestoras harán seguir a sus comitentes los importes líquidos que les correspondan.

El pago de los intereses de los saldos que en la fecha de devengo se encuentran sujetos a compromisos de reventa será abonado a quien resulte propietario en dicha fecha de los referidos intereses, de conformidad con lo establecido en el artículo 8.º

Art. 11. Del régimen fiscal y obligaciones de información.

1. Las transmisiones o el reembolso de la Deuda del Estado que, por sus condiciones de emisión, no sea activo de rendimiento implícito, de acuerdo con lo establecido en la Ley 14/1985, de 29 de mayo, de Régimen Fiscal de Determinados de Activos Financieros, no generarán la existencia de un rendimiento de capital mobiliario, no existiendo, por tanto, obligación de practicar retención sobre la renta obtenida en tales operaciones, incluso cuando la transmisión sea de las comprendidas en el número 2 del artículo 8.º de este Real Decreto.

2. Los rendimientos de la Deuda emitida por el Tesoro representada en anotaciones en cuenta, con rendimiento exclusivamente implícito y que sea utilizada como instrumento regulador de intervención en los mercados monetarios, estarán exentos de retención en virtud de lo dispuesto en el artículo 8.º 1, a),

de la Ley 14/1985, de 29 de mayo. El valor nominal unitario mínimo de cada una de estas anotaciones será de 1.000.000 de pesetas.

3. En la liquidación de intereses sujetos a retención, la Central de anotaciones abonará los importes líquidos, una vez practicadas las retenciones a cuenta del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o del Impuesto sobre Sociedades, y las Entidades Gestoras certificarán las retenciones soportadas por sus comitentes.

En las transmisiones de anotaciones en cuenta de Deuda del Estado con rendimiento implícito, distintas de aquellas a que se refiere el apartado 2 de este artículo, estará obligada a retener e ingresar en el Tesoro la Entidad Gestora transmitente o que actúe por cuenta del transmitente de tales anotaciones. En el momento del reembolso, tal obligación afectará al emisor, e instrumentará la retención a través de la Central de anotaciones, salvo que la materialización de la operación se encomiende a las Entidades Gestoras, en cuyo caso serán éstas las encargadas de practicar e ingresar la retención que proceda.

4. La Central de anotaciones o las Entidades Gestoras que intervengan en la suscripción y transmisión de la Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta vendrán obligadas a facilitar a la Administración tributaria respecto a dicha Deuda la información establecida en el Real Decreto 2.027/1985, de 23 de octubre.

En cumplimiento de lo establecido en el artículo 22 del Real Decreto citado, la Central de anotaciones informará de las retenciones practicadas sobre los intereses satisfechos a las Entidades Gestoras por los saldos de sus cuentas de valores en aquélla, tanto por cuenta propia como por cuenta de sus comitentes. A su vez, las Entidades Gestoras deberán presentar, en el plazo establecido para el resumen anual de retenciones o conjuntamente con dicho resumen, una relación nominativa de sus comitentes perceptores de intereses, ajustada a los modelos establecidos o que se establezcan por el Ministerio de Economía y Hacienda.

Las Entidades Gestoras estarán obligadas a suministrar información a la Administración tributaria sobre las operaciones de suscripción, transmisión y reembolso de la Deuda del Estado en anotaciones en cuenta de sus comitentes, según lo establecido en el artículo 23.2 del mencionado Real Decreto. Esta obligación se extiende a las transmisiones y reembolso de las anotaciones en cuenta a las que se refiere el número 2 del presente artículo, y se entenderá cumplida respecto a las operaciones sujetas a retención con la presentación del resumen anual de retenciones.

Art. 12. De las competencias atribuidas al Ministerio de Economía y Hacienda.

Corresponde al Ministerio de Economía y Hacienda:

1. Establecer las circunstancias en que los tenedores de Deuda del Estado representada en anotaciones

en cuenta podrán solicitar su transformación en títulos-valores, así como el procedimiento para efectuar esas transformaciones.

2. Establecer cuándo y cómo emisiones de Deuda del Estado que en el momento de su creación no ofrecían al suscriptor la posibilidad de elegir la forma de representación —título o anotación en cuenta— puedan incorporarse a ambas formas de representación.

3. Establecer los procedimientos para la movilización de los saldos de Deuda del Estado anotados en la Central de anotaciones o en las Entidades Gestoras, en su caso, así como los controles necesarios para la inmovilización de los mismos cuando se produzcan las situaciones previstas en los números 2 y 3 del artículo 2.º de este Real Decreto.

4. Concretar, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 4.º, los requisitos de solvencia y capacidad operativa necesarios para que las Entidades e intermediarios financieros puedan ser titulares directos de cuentas de valores en la Central de anotaciones, con la finalidad de asegurar el cumplimiento de sus cometidos, la seguridad del sistema y el funcionamiento eficiente del mercado. A tal efecto podrá imponer la aportación de las garantías técnicas, formales o de otra naturaleza que estime convenientes. Asimismo, determinará las condiciones de funcionamiento a cuya observancia han de comprometerse expresamente las Entidades e intermediarios financieros para ser titulares de cuentas de valores en la Central de anotaciones, entre las que se incluirán necesariamente el mantenimiento de los requisitos de solvencia y capacidad operativa establecidos y el sometimiento a la actividad de supervisión y control que incumbe a la Central de anotaciones, facilitándole cuantas informaciones solicite al efecto.

5. Concretar los especiales requisitos de solvencia y capacidad operativa necesarios para obtener la condición de Entidad Gestora conforme al artículo 6.º de este Real Decreto, así como imponer, si lo estima conveniente, la aportación de especiales garantías técnicas, formales o económicas. Igualmente determinará las especiales condiciones de funcionamiento a cuya observancia han de comprometerse expresamente los titulares de cuentas de valores en la Central de anotaciones para obtener la calidad de Entidad Gestora, entre las que, además de las señaladas en el número 4, se incluirá la de estricto cumplimiento de las obligaciones legales de información a la Administración tributaria respecto de las operaciones relacionadas con el sistema.

6. Determinar los registros que deberán llevar las Entidades Gestoras, su contenido, los requisitos formales para las altas y bajas en los mismos —sea por emisión, amortización, mercado secundario o traspaso de saldos— y las comunicaciones de información que deben establecer de modo sistemático con la Central de anotaciones

7. Establecer, de acuerdo con lo dispuesto en este Real Decreto, las operaciones que podrán realizarse en el mercado secundario encomendado a las Entida-

des Gestoras y regular los procedimientos de cotización, negociación y contratación de las mismas, las reglas de compensación y liquidación, las obligaciones de información necesarias para la vigilancia de las prácticas en el mercado secundario y demás requisitos para asegurar la protección de los inversores.

8. Aprobar las reglas de funcionamiento del mercado secundario organizado por las Bolsas Oficiales de Comercio velando por la seguridad del sistema, la integración y eficacia de los mercados y los derechos de los inversores. En particular, deberá aprobar los procedimientos de cotización y negociación y las reglas de compensación y liquidación en este mercado, así como los requisitos formales para la extensión y cancelación de referencias, las obligaciones de las Entidades adheridas y las comunicaciones de información que deberán efectuar con la Central de anotaciones.

9. Encomendar, si así se estima necesario, al Banco de España: a) la determinación de la mecánica operativa de la Central de anotaciones, incluso en los aspectos referentes a sus relaciones con los titulares de las cuentas; b) el establecimiento de los mecanismos de supervisión y control que garanticen el adecuado funcionamiento de la Central de anotaciones y del conjunto del sistema; c) la vigilancia de las tarifas que rijan entre las Entidades Gestoras o las Bolsas Oficiales de Comercio y sus clientes, tarifas que deberán ser hechas públicas en la forma que se determine; d) el establecimiento de las tarifas aplicables por la Central de anotaciones a los usuarios de la misma, dentro de lo dispuesto en el artículo noveno precedente, y e) la fijación del procedimiento de cotización y demás prácticas contenidas en el número 7 anterior a observar por las Entidades Gestoras en relación con las operaciones de mercado secundario autorizadas por el Ministerio de Economía y Hacienda.

10. A propuesta motivada o con informe del Banco de España, y previa audiencia del interesado, retirar la condición de Entidad Gestora o de titular de cuentas de valores en la Central de anotaciones, suspenderla o limitar el tipo y volumen de operaciones que puedan realizar dichas Entidades y titulares en los casos siguientes: a) cuando incumplan algunas de las condiciones a cuya observancia se hayan comprometido expresamente, de acuerdo con los artículos 4.º, 6.º y 12, números 4 y 5, de este Real Decreto; b) cuando por su actuación generen un peligro u ocasionen grave trastorno para el sistema de anotaciones en cuenta o, tratándose de Entidades Gestoras, para la seguridad de los valores de sus comitentes. La situación de incumplimiento y la de peligro o grave trastorno para el sistema o para la seguridad de los inversores se deducirá de auditorías externas o de comprobaciones efectuadas por el Ministerio de Economía y Hacienda o por el Banco de España.

11. Establecer los procedimientos y las normas para el pago de intereses y capitales de la Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta.

12. Dictar cualquier otra disposición y tomar las

medidas que sean precisas para la ejecución de lo previsto en este Real Decreto y para acomodar las normas de gestión de la Deuda a las características de la representada en anotaciones en cuenta.

DISPOSICION ADICIONAL

El régimen que para la Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta establece este Real Decreto y las disposiciones que lo desarrollen será aplicable a la Deuda del Tesoro. No obstante, sólo se aplicará a los Pagarés del Tesoro cuando, a la vista de la experiencia adquirida, lo decida el Ministerio de Economía y Hacienda en atención a la mayor eficacia en la gestión y al mejor funcionamiento de sus mercados.

El presente Real Decreto entrará en vigor el mismo día de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

CONSIDERACIONES SOBRE LA ORGANIZACION DE UN NUEVO MERCADO DE DEUDA PUBLICA (BANCO DE ESPAÑA, BORRADOR DE TRABAJO) (MADRID, 14 DE MAYO DE 1987) (*)

I. RESUMEN

El presente documento plantea las que podrían ser las líneas básicas de organización del nuevo mercado de deuda pública una vez establecido y en funcionamiento el sistema de anotaciones en cuenta autorizado por las Leyes de Presupuestos Generales para 1986 y 1987.

El esquema propuesto, que se apoya tanto en la experiencia adquirida hoy en el mercado de Pagarés del Tesoro como en la actuación contrastada de un grupo de entidades financieras a lo largo del año 1986, está guiado por el doble propósito de aportar los rasgos de eficiencia en la formación de precios, la seguridad y el bajo coste de las transacciones, así como el establecimiento de las regulaciones y prácticas adecuadas para garantizar tanto los intereses de los inversores como el mejor desarrollo del mercado.

Bajo un punto de vista institucional, cuatro son los grupos de entidades que el documento contempla como constitutivos de la nueva organización del mercado: las *entidades gestoras* y un núcleo central de las mismas, con funciones y compromisos específicos, llamado *creadores de mercado*; los *titulares de cuentas* y los *mediadores entre negociantes de deuda*.

(*) Documento enviado por el Banco de España a Bancos, Cajas de Ahorros, Sociedades Mediadoras en el Mercado de Dinero, Mediadores en el Mercado Interbancario y Juntas Sindicales de los agentes de cambio y bolsa, consultando su opinión sobre las líneas expuestas en el texto, que se publica en el *Boletín Económico* correspondiente al mes de mayo de 1987.

La diferencia esencial entre las *entidades gestoras* y los *titulares de cuentas* reside en que así como las primeras actuarían comprando y vendiendo valores tanto para su propia cartera como en nombre y para su clientela, los segundos únicamente operarían por cuenta propia.

Los *creadores de mercado* serían *entidades gestoras* caracterizadas por el compromiso firme de cotizar regularmente precios comprador y vendedor con el fin de dar contrapartida al resto del mercado. En cuanto a los *mediadores entre negociantes de deuda*, su misión consistiría en difundir cotizaciones en firme y casar operaciones callando el nombre de la otra parte, con lo cual facilitarían un mecanismo eficiente de formación de precios en el mercado mayorista y contribuirían a su liquidez general mediante una reducción de los costes de búsqueda de información.

El documento que a continuación se presenta adopta deliberadamente un carácter abierto y busca al mismo tiempo la discusión de su enfoque general y las sugerencias sobre cuestiones tales como cuál es la mejor forma de establecer un proceso de decantación del colectivo de *creadores de mercado* o conseguir el número adecuado de *mediadores entre negociantes de deuda*, habida cuenta de la amplitud del grupo de *creadores de mercado* y las estrictas exigencias gerenciales, tecnológicas y de rentabilidad que presumiblemente les caracterizarán. Precisamente por ese carácter de documento abierto se ha juzgado preferible no entrar a detallar ni el funcionamiento de los mercados bursátiles con deuda pública representada en anotaciones en cuenta ni la conexión de estos mercados con los constituidos en torno al servicio telefónico del mercado de dinero del Banco de España.

El Banco de España recibirá muy gustoso todas las observaciones que al presente documento tengan a bien formularle las entidades y personas interesadas en un mejor funcionamiento de los mercados de deuda pública.

II. INTRODUCCION

El artículo 40, 1, b) de la Ley 46/1985, de Presupuestos Generales del Estado para 1986, establecía:

«La suscripción y transmisión de la Deuda del Estado materializada en anotaciones en cuenta no precisará la intervención de fedatario público. El Gobierno establecerá el régimen aplicable a la Deuda del Estado no materializada en títulos-valores.

El Ministerio de Economía y Hacienda podrá disponer que la Deuda del Estado esté representada en títulos-valores o en cualquier otro documento, anotación o cuenta que formalmente la reconozca.»

Autorización que la Ley de Presupuestos Generales del Estado correspondiente a 1987 reitera con términos prácticamente idénticos.

La importancia que dicha autorización tiene para el

Tesoro como emisor puede deducirse simplemente observando que en el transcurso de 1986 emitió 1.933 miles de millones de pesetas en deuda negociable del Estado a medio y largo plazo, con un incremento del 254 por 100 respecto al volumen de contratación en las Bolsas de Comercio registrado el año precedente.

No parece arriesgado afirmar que tan espectaculares incrementos en las emisiones del Tesoro Público y en la evolución de los mercados secundarios de deuda del Estado —acompañados de notables descensos tanto en los tipos de emisión como en el rendimiento interno exigido por los inversores en los mercados secundarios— estuvieron influidos por las expectativas relacionadas con la implantación y funcionamiento del sistema de anotaciones en cuenta ya en los últimos meses de 1986.

Si a las cifras de contratación de deuda pública a medio y largo plazo se añaden las de deuda a corto plazo aparece el mercado secundario más importante entre los varios que componen el mercado de capitales español, mercado que por la calidad del emisor y su estrecha relación con la instrumentación de la política monetaria por parte del Banco de España se convertiría en eje básico de la evolución y perspectivas en los restantes mercados.

La consecuencia inmediata es que la implantación efectiva del sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado no sólo contribuirá a financiar al déficit público con el menor coste posible en cada momento para el contribuyente y a facilitar la instrumentación de la política monetaria, sino que permitirá emprender un conjunto de iniciativas dirigidas a sentar las bases de un nuevo mercado de deuda pública que goce de las características convencionales de profundidad, amplitud y flexibilidad. Con este fin, las medidas que se adopten para regularizar la política de emisiones y poner en funcionamiento el sistema de anotaciones en cuenta deberán verse completadas con una nueva organización del mercado. Es, por otro lado, un esquema que no surge *ex-novo*. Desde su inicio, el mercado de pagarés del Tesoro ha funcionado sobre un esquema jurídico y operativo cuyas enseñanzas pretende recoger el futuro mercado de deuda del Estado; por otra parte, un grupo de importantes entidades financieras, animadas por la esperanza de una pronta implantación del sistema de anotaciones en cuenta, suscribieron durante 1986 importantes paquetes de deuda del Estado y han mantenido una posición muy activa en el mercado, operando tanto en el lado comprador como en el vendedor del mismo.

Parece, por tanto, que se cumplen las condiciones para comenzar a diseñar las bases institucionales que aporten los rasgos de eficiencia en la formación de precios, seguridad y bajo coste en las transacciones que deben caracterizar a un mercado de deuda pública dotado de gran liquidez. Estos rasgos deberían basarse en un conjunto armónico de regulaciones y práctica adecuadas para garantizar tanto los intereses de los inversores como el desarrollo flexible y dinámico del mercado.

III. LA ORGANIZACION DEL MERCADO

A) ASPECTOS GENERALES

Cualquier esquema organizativo de un mercado de deuda pública debería contar, como piedra angular, con la existencia de un grupo amplio de entidades e intermediarios financieros que actuasen entre el Tesoro y el Banco de España, por un lado, y los inversores, por otro.

Ese grupo, denominado *entidades gestoras* de anotaciones en cuenta de deuda pública —a las que la normativa asignará funciones registrales y de gestión de los procesos de compensación y liquidación— actuaría como negociantes comprando y vendiendo valores bien de su propia cartera o bien actuando como agentes, y, en general, es de esperar mantenga una relación regular con los inversores a través de una red comercial estable.

Este grupo de instituciones operaría regularmente en el mercado como puente entre los inversores y el núcleo formado por el Tesoro, el Banco de España y los creadores de mercado —una serie de entidades a cuyo papel se hará referencia inmediatamente. Las *entidades gestoras* comprarían y venderían títulos de la Deuda bien de su propia cartera, bien actuando por cuenta de su clientela, y mantendrían una organización y una presencia estable en este área del mercado.

Los *creadores de mercado* constituirían el grupo central de las *entidades gestoras* y su característica distintiva debería ser la asunción del compromiso firme de cotizar regularmente precios comprador y vendedor, con el fin de dar contrapartida al resto del mercado.

Un amplio grupo de entidades —mediadores entre negociantes de deuda, mediadores del mercado interbancario y mediadores oficiales— desempeñarían funciones exclusivas de intermediación —sin tomar, por lo tanto, posiciones propias—, que ejercerían bien en el núcleo central del mercado —entre *creadores de mercado*, o entre *entidades gestoras* y *titulares de cuentas* adheridos al servicio telefónico del mercado de dinero—, o bien entre las *entidades gestoras* y el resto del mercado.

Finalmente, un grupo importante de inversores institucionales tales como las Compañías de Seguros, los fondos de inversión o las entidades de depósito que se limiten a actuar por cuenta propia en el mercado de deuda pública anotada —es decir, los restantes *titulares de cuentas* que no tienen carácter de entidades gestoras— llevarían a cabo un papel muy activo en los mercados telefónicos y bursátiles. Estos últimos, los mercados bursátiles, seguirán desempeñando un papel crucial como vínculo regular entre el Tesoro y los creadores de mercado, por un lado, y una clientela de inversores institucionales y pequeños inversores, por otro. Por lo tanto, la organización de un sistema adecuado de cotización y de contratación por parte de las Bolsas de Comercio ayudaría a potenciar la fluidez y eficiencia del mercado.

Las normas que regulan el funcionamiento del mercado están primordialmente dirigidas a asegurar la solvencia y profesionalidad de los intermediarios financieros que operan en el mismo; la existencia de unos registros apropiados y la utilización de unas reglas de contabilización correctas; la aplicación de unas reglas de compensación y liquidación transparentes; el mantenimiento de unas buenas prácticas comerciales y una ejecución eficiente a precios justos.

A continuación se describen con más detalle las funciones, requisitos para su actuación y compromisos que los distintos grupos de entidades antes enunciados deberían cumplir.

B) LOS AGENTES DEL MERCADO

B.1. Creadores de mercado

La estabilidad y liquidez del mercado de deuda pública debería basarse en la capacidad de un grupo central de negociantes primarios para garantizar al resto del mercado la posibilidad de comprar y vender en cualquier circunstancia.

Con este fin resultaría conveniente la aparición de instituciones que desempeñarían el papel de *creadores de mercado de deuda pública*, comprometiéndose a cotizar precios a ambos lados del mercado —oferentes y demandantes— de forma continuada y competitiva.

B.1.1. Requisitos y obligaciones

Los *creadores de mercado* deberían:

a) Estar inscritos como bancos, cajas de ahorros, sociedades mediadoras y sociedades instrumentales de mediadores oficiales en los registros del Ministerio de Economía y Hacienda o del Banco de España, y haber sido autorizados para operar como *entidad gestora* de anotaciones en cuenta de deuda pública (véase apartado B.2).

b) Comprometerse a concurrir de manera regular a las subastas de emisión de deuda pública.

c) Estar dispuestos a operar de forma continuada en una gama extensa de valores de deuda pública, atendiendo a un conjunto amplio de entidades e inversores y contribuyendo a una gran integración del mercado. Para ello deberán cotizar precios:

— en firme y entre sí, a través de la red de pantallas servida por los *mediadores entre negociantes* de deuda pública;

— a las restantes *entidades gestoras* que no sean creadores de mercado o a los mediadores oficiales;

— comprador y vendedor, bien con carácter indicativo y compromiso de operar por unas cantidades normales con cualquier inversor, a través de sus propias redes y de los servicios comerciales de difusión de precios (Reuter, Telerate, etc.), o bien a través del sistema de negociación que organicen las Bolsas Oficiales de Comercio.

d) Disponer de la organización profesional, los medios técnicos y los sistemas de control internos oportunos.

e) Disponer de un mínimo de recursos propios en su actividad como *creadores de mercado*. En todo caso, y con el fin de garantizar la solvencia de los *creadores de mercado* y el buen funcionamiento del mismo, las autoridades establecerán un coeficiente que regule el riesgo máximo que las entidades pueden asumir en función de sus recursos propios. Este coeficiente, que será extensivo a todas las *entidades gestoras*, tendrá un seguimiento más frecuente que en las restantes y se complementará con otros estados que permitan un examen más estrecho de su actividad. Para facilitar la supervisión y evitar discriminaciones entre las grandes organizaciones bancarias y los especialistas, una posibilidad a estudiar en el primer caso consistiría en exigir una separación de su negocio como *creador de mercado*.

f) Por último, haber desempeñado en el pasado un papel relevante en los mercados de pagarés del Tesoro y de deuda del Estado.

B.1.2. Contrapartidas

A cambio de esas obligaciones parece razonable que los *creadores de mercado* pudiesen:

a) Contar, en el marco de las operaciones de mercado abierto, con la posibilidad de negociar directamente con el Banco de España la compraventa o canje en mercado secundario de valores de deuda pública, así como la entrega de valores obtenidos a préstamo. Los depósitos o préstamos a entidades sujetas a coeficientes obligatorios no tendrían el carácter de pasivos computables.

b) Acceso a la red de *mediadores entre negociantes de deuda*. Esta es quizá una de las ventajas más importantes que pueden obtener. Estos corredores pondrían una red informática a disposición de los *creadores de mercado* para la difusión instantánea de los precios cotizados en firme por dichas entidades y de las cantidades con las que se muestran dispuestas a operar, y cerrarían la negociación por teléfono —o mediante sistemas electrónicos—, asegurando el anonimato de las partes (véase II.4). La ventaja de esta forma de actuación reside en que ello reduce los costes de búsqueda, aumenta la liquidez del núcleo central del mercado, disminuye las necesidades de cartera para crear mercado, contribuye a la integración del mismo y asegura una formación eficiente de precios.

El problema de decantación, dentro del grupo de *entidades gestoras*, de aquellas que van a optar a formar el colectivo de *creadores de mercado* es ciertamente delicado. Ante todo porque aun cuando no es cuestión de establecer de antemano una cifra, resulta razonable pensar que la actuación en este sector de un número reducido de agentes agilizaría el mercado, disminuiría los costes de información y haría más atractiva su participación al poder aspirar a conseguir una cuota sustantiva de mercado y, por ende,

de beneficios. Si, por el contrario, el número de aspirantes a cubrir dichas funciones resulta excesivo, cabe preguntarse cómo decidir qué instituciones son autorizadas a operar entre las que, deseando actuar, cumplan las condiciones mínimas impuestas. ¿Debe aceptarse un previo «exceso» de *creadores de mercado* para que el mercado decante a los que hayan de ser seleccionados, o deben las autoridades establecer barreras iniciales más estrictas, arrojándose unas funciones de seleccionador bien a su pesar?

B.2. Restantes entidades gestoras

La amplitud deseada para el mercado de deuda pública requiere que exista, junto al núcleo primario formado por los *creadores de mercado*, otro grupo más amplio de *entidades gestoras*, que actuarían como negociantes secundarios de deuda pública; es decir, sin asumir unos compromisos tan fuertes, pero actuando regularmente en el mercado como nexo de unión entre el núcleo primario y los inversores. Estas entidades comprarían y venderían valores bien de su propia cartera o bien actuando como simple agente, al tiempo que mantendrían una organización estable en este área de negocio.

Estas entidades, en cuanto gozarían del carácter de *entidades gestoras* de anotaciones en cuenta de deuda pública, podrían mantener saldos de clientes adecuadamente segregados dentro de sus cuentas en la Central de Anotaciones. Como tales entidades gestoras, desempeñarían funciones registrales, gestionarían los procesos de compensación y liquidación para sus clientes y realizarían las tareas de negociación referidas, cotizando precios voluntariamente y a petición de los clientes.

Para adquirir el carácter de *entidad gestora* deberían estar inscritas como bancos, cajas de ahorro, sociedades mediadoras o sociedades especializadas en los mercados de valores en los registros del Ministerio de Economía y Hacienda o del Banco de España, tener un capital mínimo proporcionado a su actividad y adecuar los riesgos asumidos en ésta a sus recursos propios de acuerdo con las reglas que se establezcan. Igualmente, deberían disponer de organización, medios técnicos y sistemas de control adecuados para el desempeño de sus tareas: llevar los registros y aplicar las normas contables que se dicten; someterse a la supervisión e inspección del Banco de España y remitir la información que se les solicite, y, finalmente, recibir la autorización del Tesoro.

La supervisión del Banco de España se extendería tanto al terreno de la solvencia financiera como al de las buenas prácticas comerciales, salvo el caso de operaciones realizadas a través del sistema de negociación de las Bolsas de Valores. En este caso serán éstas las que efectúen la supervisión de los precios e importes negociados con intermediación de agente.

Además de las *entidades gestoras*, los actuales mediadores oficiales —o sea, los agentes de cambio y bolsa y los corredores de comercio— actuarán en el mercado como agentes mediadores puros; es decir,

conduciendo órdenes de sus clientes bien a los *creadores de mercado* directamente o bien a través del sistema de negociación organizado por las Bolsas de Valores.

B.3. Titulares de cuentas en la Central de Anotaciones

Entre los inversores de deuda pública ocuparán un lugar significativo los restantes *titulares de cuentas* —bancos, cajas de ahorro, cooperativas de crédito, sociedades mediadoras, sociedades instrumentales de agentes, sociedades de crédito hipotecario, entidades de financiación, compañías de seguro, fondos de inversión, organismos financieros internacionales y otros—, que, sin desempeñar funciones regulares de negociación, pueden ser muy activos comprando y vendiendo títulos de su cartera y llevar a cabo un papel importante en el mercado.

Estas entidades podrán ser titulares directos de cuentas en la Central de Anotaciones —aun cuando no dispondrán de cuentas para clientes— y cerrar operaciones, a través del servicio telefónico del mercado de dinero, organizado por el Banco de España. Estas facilidades contribuirán a aumentar la competencia y a lograr una mayor integración del mercado.

Para ello deberán estar inscritos en algunos de los registros de intermediarios financieros en el Ministerio de Economía y Hacienda o en el Banco de España; tener unos recursos propios mínimos adecuados y aportar las garantías líquidas que pudieran establecerse para hacer frente a los riesgos de liquidación; desarrollar una actividad de magnitud suficiente para justificar su participación en el mercado mayorista; contar con la solvencia técnica y profesionalidad necesarias para participar en dicho mercado; someterse a las normas de funcionamiento de la Central de Anotaciones; facilitar regularmente balances auditados por empresas aceptables para el Ministerio o para el Banco, y poner a disposición de alguno de ellos cuanto información pudiera solicitarle para conocer su situación financiera y solvencia.

Esos requisitos pretenden asegurar la solidez financiera y profesional necesaria para participar en los procesos de compensación y liquidación organizados por la Central de Anotaciones y efectuados a través del servicio telefónico del mercado de dinero.

B.4. Mediadores entre negociantes de deuda

Como ya se ha expuesto, la aportación fundamental de los *mediadores entre negociantes de deuda* es la de proporcionar un mecanismo eficiente de formación de precios en el mercado mayorista y contribuir a una mayor liquidez del mercado mediante una reducción de los costes de búsqueda de información. La posibilidad de cerrar, una tras otra, operaciones a precios anunciados en firme, sin desvelar el nombre a la otra parte y sabiendo que se liquidará rápidamente —en el mismo día—, dota al núcleo central del mercado de la capacidad para realizar operaciones

por grandes importes, imprescindibles para el desempeño de su actividad.

Con este fin el Banco de España facilitaría el acceso al servicio telefónico del mercado de dinero a un cierto número de corredores —que inicialmente debería ser muy reducido— para posibilitar el cierre de la negociación, de forma que las entidades que utilicen sus servicios no tengan que desvelar su identidad a la otra parte.

Para obtener, y mantener, estas facilidades, los *mediadores* deberían contar con el personal especializado necesario, la organización interna oportuna y los medios informáticos y de telecomunicaciones precisos para el desempeño eficaz de su función; disponer de un capital líquido mínimo importante —invertido fundamentalmente en deuda pública— y mantener la solvencia apropiada para atender a los quebrantos que pudiera sufrir en el cierre de operaciones; demostrar que sus servicios son requeridos por los *creadores de mercado* y retener la disposición de una parte amplia de los mismos para operar a través de ellos; constituirse como sociedades separadas con recursos y personal propios, si bien la gerencia y la dirección podrá ser compartida con otras sociedades de mediación pura; aceptar la supervisión e inspección del Banco de España; comprometerse a remitir periódicamente balances auditados, realizados por empresas aceptables al Banco; facilitar al Banco de España información constante relativa a precios, cantidades negociadas y entidades con las que operen, así como cualquier otra que el Banco juzgase necesaria a sus fines de inspección y supervisión, y, en general, para el buen funcionamiento del mercado de deuda pública. Finalmente, se comprometerían a actuar de acuerdo con unos principios de conducta que los participantes en el mercado deberán concretar en normas prácticas, para asegurar el anonimato de las partes y la ejecución de las operaciones al mejor precio.

La actividad de los *mediadores entre negociantes de deuda pública* podría extenderse a otros instrumentos, tales como certificados de depósito, pagarés bancarios, pagarés de empresa y otros. La negociación de estos instrumentos debe estar, sin embargo, sujeta a la autorización del Banco de España, quien estudiará los procesos de compensación y liquidación y la solvencia financiera de los participantes, con el fin de reducir los riesgos anejos a la operativa y evitar que la actividad fundamental de mediación en el mercado de deuda pública pueda resentirse por los quebrantos sufridos en los otros mercados.

Al igual que en otros mercados de deuda pública muy desarrollados —como son el norteamericano o el inglés—, se plantea la delicada cuestión de si el acceso al sistema electrónico de información de precios y volúmenes negociados debe circunscribirse a los *creadores de mercado* o, por el contrario, abrirse también a otras *entidades gestoras*, aun cuando fuese de forma limitada.

A favor de la segunda opción abogarían la posibilidad de aumentar la competencia, reducir los peligros de fragmentación del mercado, favorecer la forma-

ción más eficiente de precios y ampliar la base de negocio de los corredores. Ahora bien, la experiencia en el mercado norteamericano parece demostrar que el funcionamiento de una red informática limitada de hecho a los *creadores de mercado* ni reduce la competencia, ni segmenta los mercados, ni constituye obstáculos para una formación eficiente de los precios. En todo caso, y con independencia de que el Banco de España provea mecanismos para la rápida difusión de los precios e importes agregados negociados a través de dicha red, ambas posiciones deberían valorarse cuidadosamente con arreglo al marco institucional y las prácticas habituales en nuestros mercados antes de inclinarse por una u otra solución.

C) SUPERVISION DE LAS PRACTICAS COMERCIALES

Para lograr un funcionamiento eficiente e integrado del mercado y proteger los intereses de los inversores es necesario establecer unos mecanismos de difusión de precios adecuados y facilitar una supervisión diligente de las prácticas comerciales, con especial atención en los importes y precios negociados.

Como ya se ha indicado, correspondería al Banco de España la supervisión de precios e importes negociados en el mercado telefónico entre *titulares de cuentas* y en los mercados extrabursátiles —*over the counter* en la terminología anglosajona— sostenidos por toda la gama de entidades que negocien en deuda pública. Las Bolsas de Comercio efectuarían el seguimiento correspondiente de los mercados a ellas encomendados.

La vigilancia de las operaciones cerradas a través del servicio telefónico del mercado de dinero sería diaria, publicándose al día siguiente los precios e importes negociados y dispersión de los mismos. Igualmente se podrá establecer un sistema informático para facilitar en tiempo real, con un pequeño retraso, los precios e importes efectivamente negociados a través de los *mediadores entre negociantes de deuda*.

La supervisión de las prácticas comerciales en el mercado extrabursátil entre las *entidades gestoras* y sus clientes se basaría, en principio, en la comunicación regular, con frecuencia semanal o diaria, del detalle de sus operaciones a la Central de Anotaciones. Esta información permitiría publicar, con esa periodicidad, precios e importes negociados, así como detectar anomalías o desviaciones significativas. El objetivo final es lograr una supervisión informática diaria, sin desfases, semejante a la que se efectúa en otros mercados más desarrollados. Con este fin será preciso definir las características de las operaciones objeto de seguimiento y estudiar la conveniencia de que éste se extienda a los mercados derivados del de deuda pública.

El Banco de España vigilaría, asimismo, el cumplimiento de los compromisos de cotización asumidos por los *creadores de mercado* y recabaría para ello la información necesaria.

La supervisión del Banco de España se extenderá,

por último, a todas las cuestiones de funcionamiento del sistema de anotaciones en cuenta, a las prácticas seguidas en los procesos de compensación y liquidación y a aquellos otros aspectos —características de las operaciones, clases de contratos, régimen de relaciones con la clientela, etc.— que en él pudiera delegar la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

Episodios recientes, surgidos en el mercado de pagarés del Tesoro, han puesto de manifiesto la estrecha relación entre los diferentes mercados financieros y la posibilidad, por muy remota que pueda parecer cuando aquéllos funcionan normalmente, de que el fallo de unas instituciones marginales pueda extenderse a otras más importantes, creando una desconfianza generalizada en el funcionamiento del sistema. Por ello, y simultáneamente a la discusión y establecimiento de las bases de una nueva organización del mercado de deuda pública, es preciso que los agentes del mercado y las autoridades saquen las consecuencias oportunas de los incidentes antes mencionados y efectúen la corrección necesaria de las prácticas seguidas, con el fin de asegurar en su operativa una evaluación rigurosa de los riesgos y una valoración apropiada de las garantías.

ORDEN DE 19 DE MAYO DE 1987, QUE DESARROLLA EL REAL DECRETO 505/1987, DE 3 DE ABRIL, POR EL QUE SE DISPUSO LA CREACION DE UN SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA PARA LA DEUDA DEL ESTADO, Y POR LA QUE SE DELEGAN DETERMINADAS COMPETENCIAS EN EL DIRECTOR GENERAL DEL TESORO Y POLITICA FINANCIERA (CORRECCIONES DE ERRORES BOE, NUM 153, 27 DE JUNIO DE 1987 Y NUM. 162, DE 8 DE JULIO DE 1987, INCLUIDAS EN EL TEXTO)

El Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, al amparo de lo dispuesto en el número 4 del artículo 38 de la Ley 21/1986, de 26 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1987, y en los artículos 101 y 102 de la Ley 11/1977, de 4 de enero, General Presupuestaria, dispuso la creación de un sistema de representación de la Deuda del Estado en anotaciones en cuenta, estableciendo en su disposición adicional que dicho sistema sería también de aplicación a la Deuda del Tesoro, si bien su extensión a los pagarés del Tesoro no se produciría hasta que el Ministro de Economía y Hacienda lo decidiera a la vista de la experiencia adquirida.

El Real Decreto citado atribuye al Ministro de Economía y Hacienda, además de determinadas competencias de carácter no normativo, ciertas facultades de regulación dirigidas a completar y posibilitar la debida aplicación de lo dispuesto en el mismo. Así, por destacar algunas de dichas facultades, se le habi-

lita expresamente para establecer los requisitos y las condiciones de funcionamiento a que han de comprometerse las Entidades interesadas en acceder a la condición de titular directo de cuentas en la Central de Anotaciones o de Entidad Gestora (artículos 4.º y 6.º y números 4 y 5 del artículo 12); para regular la transformación de la modalidad de representación de la Deuda del Estado (números 1 y 2 del artículo 12); para determinar los registros que deben llevar las Entidades gestoras (número 6 del artículo 12); para regular e imponer, en su caso, limitaciones a las operaciones realizadas en el mercado secundario encomendado a las Entidades gestoras (número 7 del artículo 12 y artículo 8.º). Finalmente, se autoriza al Ministro de Economía y Hacienda para que establezca o adapte los procedimientos de gestión de la Deuda a las características de la representada en anotaciones en cuenta y, en general, para que dicte cuantas disposiciones sean precisas y medidas resulten necesarias en orden a la ejecución del mencionado Real Decreto 505/1987 (números 11 y 12 del artículo 12).

Conviene advertir que la novedad del sistema y las cuestiones que sin duda planteará su aplicación hacen tener presente a este Ministerio que la regulación contenida en esta Orden no tiene una vocación de inamovilidad y absoluta permanencia en todos sus aspectos. La experiencia puede aconsejar, en un plazo razonable, introducir modificaciones diversas, como la ampliación de los sujetos que puedan acceder a la condición de titular de cuentas en la Central o de Entidad gestora o el establecimiento de procedimientos distintos a los previstos para la canalización de las operaciones entre los referidos sujetos.

Análogas razones a las expuestas, unidas a la conveniencia de posibilitar una respuesta ágil a las necesidades que puedan derivar de la implantación del sistema aconsejan, de una parte, tomar en consideración el conocimiento de los mercados financieros y la experiencia en la supervisión y control de las Entidades de depósito del Banco de España, atribuyéndole las facultades a que se refiere el número 9 del artículo 12 del Real Decreto, y, por otra parte, delegar en el Director general del Tesoro y Política Financiera diversas competencias previstas en el mismo.

En virtud de lo anterior, he tenido a bien disponer:

CAPITULO PRIMERO

Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta

Artículo 1.º Formalización de la Deuda del Estado en anotaciones en cuenta.

1. Estará representada en anotaciones en cuenta la Deuda del Estado en cuyas condiciones de emisión así se determine expresamente.

2. Igualmente, podrán estar representadas en anotaciones en cuenta las emisiones de Deuda del Estado realizadas con anterioridad a la entrada en

vigor de esta Orden, incluidas en la relación contenida en su disposición adicional primera.

3. Cuando una emisión de Deuda del Estado pueda formalizarse tanto en anotaciones en cuenta como en títulos-valores, los titulares de Deuda del Estado podrán optar entre la inclusión en el sistema de anotaciones o la formalización de sus derechos en títulos-valores. Los titulares de Deuda del Estado podrán ejercitar dicha opción tanto en el momento de la emisión como a lo largo de la vida de la misma, con sujeción a lo previsto en el artículo 15 de esta Orden.

4. Lo dispuesto en la presente orden será aplicable íntegramente a la Deuda del Tesoro, con excepción de los pagarés del Tesoro. No obstante, las emisiones previstas en el número 2 del artículo 11 del Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, se representarán exclusivamente en anotaciones en cuenta, sin que les sea de aplicación lo previsto en el número 3 anterior.

CAPITULO II

Titulares de cuentas en la Central de anotaciones

Art. 2.º Acceso a la titularidad de cuentas en la Central.

1. Podrán adquirir y mantener Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta, en las cuentas bajo su titularidad abiertas en la Central de anotaciones, las Entidades e intermediarios financieros que pertenezcan a alguno de los grupos que se relacionan en el número siguiente y acepten los compromisos previstos en el número 4 de este artículo.

2. Para ser titular de cuentas en la Central de anotaciones será necesario contar con unos recursos propios de al menos 200.000.000 de pesetas y pertenecer a alguna de las siguientes categorías de entidades:

- a) Banco de España.
- b) Instituto de Crédito Oficial.
- c) Entidades oficiales de crédito.
- d) Bancos privados, incluido el Exterior de España.
- e) Cajas de Ahorros Confederadas.
- f) Confederación Española de Cajas de Ahorros.
- g) Caja Postal de Ahorros.
- h) Cooperativas de crédito.
- i) Sociedades mediadoras en el mercado de dinero.
- j) Colegios de Agentes de Cambio y Bolsa.
- k) Colegios Oficiales de Corredores de Comercio y su Consejo General.
- l) Sociedades Instrumentales de Agentes Mediadores Colegiados.
- m) Entidades de financiación.
- o) Empresa de arrendamiento financiero.
- p) Sociedades de crédito hipotecario.
- q) Fondos de regulación del mercado hipotecario.
- r) Sociedades de garantía recíproca.
- s) Sociedad Mixta de Segundo Aval.

t) Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria, Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario y Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva.

- u) Entidades de seguros.
- v) Fondos de garantía de depósitos en Entidades de crédito.
- w) Consorcio de Compensación de Seguros.
- x) Organismos financieros internacionales de los que España sea miembro.

Para la determinación de las entidades comprendidas en los apartados d), e), h), i), l), m), o), p), q), r), t) y u) se estará a lo que resulte de los correspondientes Registros a cargo del Banco de España, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y de la Dirección General de Seguros.

3. Para el acceso a la titularidad de cuentas en la Central, las Entidades citadas presentarán en el Banco de España solicitud firmada por persona con poder bastante para obligar a la Entidad, lo que será debidamente acreditado. El Banco de España remitirá las solicitudes presentadas, junto con su informe, a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, quien, en su caso, comunicará la admisión a la Central de anotaciones. En el informe citado, el Banco de España valorará motivadamente la capacidad del solicitante para atender los compromisos enumerados en el número 4 siguiente.

4. La presentación de la referida solicitud implicará que la Entidad se compromete a:

- a) Sujetarse a las reglas de funcionamiento del sistema.
- b) Mantener el mínimo de recursos propios a que se refiere el número 2.
- c) Someterse a la actividad de supervisión y control que incumbe al Banco de España, facilitándole, en cualquier tiempo, cuantas informaciones solicite al efecto y, en particular, Balances auditados por Empresas de reconocido prestigio y cualesquiera datos conducentes a la evaluación de su liquidez y solvencia.
- d) Sujetarse a cuantas reglas y condiciones tiene establecidas o pueda introducir en el futuro el Banco de España en cuanto a la utilización del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero.

Art. 3.º Operaciones de los titulares de cuentas en la Central.

1. Las Entidades que, conforme a lo dispuesto en el artículo anterior, hayan accedido a la titularidad de cuentas en la Central de anotaciones podrán realizar operaciones sobre Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta de su propia cartera a través de dicha Central, siempre que tales operaciones estén admitidas de conformidad con lo dispuesto en el número 4 del artículo 5.º del Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, y en el número 2 del artículo 16 de esta Orden.

2. Las operaciones sobre Deuda del Estado a que se refiere el número 1 anterior deberán ser ordena-

das, realizadas y liquidadas a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero del Banco de España.

Art. 4.º Compensación y liquidación de operaciones entre titulares de cuentas en la Central.

1. En las cuentas de valores abiertas en la Central de anotaciones se asentarán los movimientos producidos por operaciones de suscripción, amortización, transformación o negociación de la Deuda del Estado anotada, reflejándose en las mismas, igualmente, la constitución de derechos de garantía u otros que determinen la inmovilización de los saldos correspondientes.

2. Las contrapartidas de efectivo de los anteriores movimientos, así como las liquidaciones de intereses o de cualquier derecho económico que derive de la titularidad de los saldos de valores, serán objeto de cargo o abono en las cuentas corrientes de efectivo en el Banco de España designadas al efecto por los titulares de las cuentas de valores en la Central de anotaciones.

3. De acuerdo con lo previsto en el número 3 del artículo 5.º del Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, la Central de anotaciones podrá denegar el asiento de las operaciones de suscripción o de compraventa, en sus diversas modalidades, de Deuda del Estado, cuando la cuenta de efectivo correspondiente no presente saldo suficiente para efectuar en la misma el cargo simultáneo del importe de la operación.

CAPITULO III

Entidades gestoras

Art. 5.º Acceso a la condición de Entidad gestora.

1. Serán Entidades gestoras de anotaciones de Deuda del Estado aquellos titulares de cuentas en la Central de anotaciones que puedan mantener anotaciones de terceros dentro de sus cuentas en la mencionada Central.

2. La condición de Entidad gestora podrá ser otorgada por el Ministro de Economía y Hacienda a aquellos titulares de cuentas en la Central de anotaciones que, perteneciendo a alguna de las categorías a que se refiere el número siguiente, reúnan los requisitos previstos en el número 4 de este artículo y así lo hayan solicitado en la forma y con los efectos que se determinan en sus números 5 y 6.

3. Para obtener la condición de Entidad gestora será necesario pertenecer a alguna de las siguientes categorías de entidades:

- a) Bancos privados, incluido el Exterior de España.
- b) Cajas de Ahorros y Caja Postal de Ahorros.
- c) Sociedades mediadoras en el mercado de dinero.
- d) Sociedades instrumentales de Agentes Mediadores Colegiados.

4. Para que las Entidades citadas en el número anterior puedan obtener la condición de Entidad gestora deberán reunir los siguientes requisitos:

a) Contar con unos recursos propios mínimos de 750 millones de pesetas, que deberán ampliarse a 1.000 millones en el plazo de dos años a partir de la concesión de la condición de Entidad gestora.

b) Contar, a juicio del Banco de España, con la organización, sistemas de control y medios técnicos adecuados para atender a su función.

5. Los titulares de cuentas en la Central de anotaciones que pretendan obtener la condición de Entidad gestora presentarán solicitud en el Banco de España firmada por persona con poder bastante para obligar a la Entidad, lo que será debidamente acreditado. La solicitud será remitida por el Banco de España, junto con su informe, a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera. El otorgamiento de la condición de Entidad gestora será comunicado por este Centro directivo a la Central de anotaciones.

6. La presentación de la referida solicitud implicará que la Entidad se compromete a sujetarse en general a las reglas de funcionamiento del sistema y, en particular, a:

a) Mantener el mínimo de recursos propios y la organización, sistemas de control y medios técnicos a que se refiere el número 4 de este artículo.

b) Cumplir lo dispuesto en los artículos 6.º, 7.º, 8.º, 9.º, 10, 11 y en los números 2 del artículo 19, y 3 y 4 del artículo 21 de esta Orden.

c) Someterse a la actividad de supervisión y control atribuida al Banco de España, como gestor de la Central de anotaciones y supervisor del sistema, facilitándole cuantas informaciones solicite al efecto.

d) Cumplir fielmente las obligaciones de información y de retención fiscal que puedan afectarle en razón de su condición de Entidad gestora

Art. 6.º Obligaciones de información a la Central de anotaciones.

1. Las Entidades gestoras deberán comunicar a la Central de anotaciones la información que, de acuerdo con lo establecido en el número 9 del artículo 12 del Real Decreto 505/1987 y en esta Orden, establezca el Banco de España en relación con los saldos agregados de sus comitentes incluidos en las cuentas a su nombre en la Central.

2. Con el fin de garantizar la coherencia de los registros individualizados de las Entidades gestoras con los saldos agregados de terceros comunicados a la Central y facilitar la supervisión estadística y funcional del sistema, dichas Entidades comunicarán, con la periodicidad y en la forma que el Banco de España establezca, información detallada sobre las operaciones realizadas en el período de referencia y sobre las condiciones de negociación.

3. Las tarifas que establezcan las Entidades gestoras para sus operaciones con sus comitentes por Deuda representada en anotaciones en cuenta, o por servicios prestados a sus clientes en relación con la misma, así como sus modificaciones, habrán de comuni-

carse a la Central de anotaciones previamente a su aplicación.

Art. 7.º Registros a mantener por las Entidades gestoras.

1. Las Entidades gestoras mantendrán permanentemente actualizados los registros correspondientes a sus saldos de terceros, con identificación de sus titulares por nombre y apellidos o razón social, número de identificación fiscal y domicilio, datos de la emisión, saldos nominales, condiciones de adquisición, situación jurídica y, en su caso, compromisos de venta.

2. La suma de los saldos de valores anotados en el conjunto de registros a favor de sus comitentes que, para cada emisión, mantenga la Entidad gestora habrá de coincidir, en cada fecha, con el saldo agregado de terceros comunicado a la Central de anotaciones correspondiente a la emisión.

3. La llevanza de los registros se hará con arreglo a los formatos que establezca el Banco de España.

Art. 8.º Obligación de expedición de resguardos.

1. Las Entidades gestoras deberán extender y entregar resguardos acreditativos de la formalización de la anotación en cuenta a nombre del titular de los derechos. Dichos resguardos deberán estar codificados de modo que se garantice la correspondencia con los registros de la Entidad gestora expedidora de los mismos. Los resguardos no serán representativos del valor, ni transmisibles, ni negociables, y sólo acreditarán la formalización de la anotación y su identificación. La Dirección General del Tesoro y Política Financiera establecerá las especificaciones que deben cumplir estos resguardos y el Banco de España hará llegar a las Entidades gestoras los impresos precisos para la extensión de los mismos.

2. A propuesta de las Entidades gestoras, y previo informe del Banco de España, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera podrá homologar modelos de resguardos, siempre que cumplan los requisitos y especificaciones que se establezcan, garanticen el buen funcionamiento del sistema y aseguren la defensa de los intereses de los inversores.

Art. 9.º Obligaciones con los clientes.

1. Las Entidades gestoras gestionarán, como comisionistas por cuenta de quienes no puedan ser titulares directos de cuentas en la Central de anotaciones, la suscripción, mantenimiento, canje, conversión y reembolso de la Deuda representada en anotaciones en cuenta, así como el ejercicio de los demás derechos que correspondan a los tenedores. Las Entidades gestoras facilitarán, además, a sus clientes la negociación en el mercado secundario de sus saldos de Deuda presentada en anotaciones en cuenta en los términos previstos en el artículo siguiente.

Las Entidades gestoras, a petición de sus comitentes, procederán al desglose y, en su caso, al bloqueo

de saldos a efectos de la constitución sobre los mismos de derechos que afecten a su fungibilidad o exijan su individualización e identificación, y a la expedición, si es precisa, de la correspondiente certificación. Asimismo, darán curso a la Central de anotaciones de la información pertinente.

3. Sin perjuicio de la expedición del resguardo al que se refiere el artículo anterior, las Entidades gestoras facilitarán a sus clientes documentos acreditativos de los saldos que mantengan por cuenta de aquéllos en sus cuentas en la Central de anotaciones.

4. Las Entidades gestoras facilitarán la transferencia entre ellas de los saldos de anotaciones de Deuda de sus comitentes, quienes, a estos efectos, podrán dar la orden de transferencia tanto a la Entidad que deba realizarla como a la Entidad destinataria. La transferencia será realizada por los procedimientos y en los plazos que establezca el Banco de España, como gestor de la Central de anotaciones, y se hará efectiva una vez comprobada la existencia de saldo. Dichos plazos no podrán exceder de siete días hábiles desde la presentación de la orden por el comitente.

5. En virtud de lo dispuesto en el número 9 del artículo 12 del Real Decreto 505/1987, y en el artículo siguiente de esta Orden, el Banco de España establecerá los términos en que las Entidades gestoras expondrán a la vista de los clientes y mantendrán a su disposición:

a) Las tarifas de comisiones aplicables por servicios.

b) Las condiciones de negociación de Deuda representada en anotaciones en cuenta, especificando precios de compra y venta, así como plazos de liquidación, fechas valor y, en general, cuantas circunstancias sean precisas para que el cliente valore con exactitud sus obligaciones y derechos.

c) Las informaciones que determine el Banco de España referentes sea a la propia Entidad, sea al conjunto del sistema.

Art. 10. Operaciones de compraventa en el mercado secundario encomendadas a las Entidades gestoras.

1. Las Entidades gestoras, en sus relaciones con sus comitentes, podrán realizar o gestionar las siguientes operaciones:

- a) Operaciones de compraventa simple al contado.
- b) Operaciones de compraventa simple a plazo.
- c) Operaciones de compraventa con pacto de recompra en fecha fija.
- d) Operaciones de compraventa con pacto de recompra a la vista.

2. Las Entidades gestoras podrán actuar en tales operaciones:

- a) Ofreciendo contrapartidas en nombre propio.
- b) Como meros comisionistas en nombre de terceros, buscando contrapartidas en el mercado.

c) Realizando las anotaciones pertinentes por orden conjunta de las partes contratantes.

3. Se considerarán operaciones de compraventa simple al contado aquellas en que se determine, en el momento de la contratación, la emisión objeto de la operación y se estipulen las condiciones en que se realizará la transacción, que incluirán la transmisión del valor antes del quinto día hábil siguiente al de contratación. Cuando no se especifique fecha de transmisión, se entenderá por estipulada la fecha hábil siguiente a la de contratación.

4. Se considerarán operaciones de compraventa simple a plazo aquellas en que la transmisión del valor se efectúe en alguna fecha posterior a las cinco hábiles siguientes a la de contratación.

5. Se considerarán operaciones de compraventa con pacto de recompra en fecha fija aquellas en que se determine, en el momento de la contratación, además de la emisión objeto de la operación, los precios de ambas compraventas y las fechas para las transmisiones de valores. Las fechas que se estipulen para la transmisión de valores en la compraventa inicial se establecerán con las condiciones señaladas en el número 3, anterior. El precio de la recompra podrá, alternativamente, estipularse en el momento de la contratación, o bien referirse en dicho acto al tipo de interés resultante de la aplicación de un diferencial preestablecido, positivo o negativo, al valor que presente, en la fecha de ejecución de la compraventa inicial, algún tipo de interés de referencia.

6. Se considerarán operaciones de compraventa con pacto de recompra a la vista aquellas en que, en el momento de la contratación, se estipulen el precio y la fecha de transmisión de la compraventa inicial en la forma establecida en el número anterior, y se fije el período durante el que el comprador-vendedor tiene la opción de exigir la recompra en las condiciones que deberán quedar establecidas en el mismo acto de la contratación. Dichas condiciones se fijarán de manera que la rentabilidad interna de la adquisición temporal de la Deuda sea la acordada, cualquiera que sea el momento en que se ejercite la opción. La recompra se ordenará con un preaviso mínimo de un día sobre la fecha de la transmisión de valores.

7. La documentación que acredite ante el comitente la contratación deberá identificar si la operación realizada por la Entidad gestora se ha atendido actuando ésta en nombre propio o, por el contrario, actuando como comisionista en nombre de tercero. En este último caso, dicha documentación deberá recoger los términos de la orden, la fecha de la operación, el coste para la Entidad gestora y las comisiones aplicadas al comitente.

8. Las Entidades gestoras que deseen ofrecer contrapartidas en nombre propio a las órdenes que reciban de sus clientes deberán cotizar públicamente cambios comprador y vendedor de las emisiones en que estén dispuestas a operar. A dichos cambios, la Entidad gestora estará obligada a realizar las operaciones que propongan sus clientes, siempre que no

excedan de 5.000.000 de pesetas nominales; a estos efectos, se acumularán todas las propuestas por cada cliente.

9. En el caso de las operaciones previstas en la letra c) del número 2 anterior no será de aplicación lo dispuesto en los números 7 y 8 precedentes. Las Entidades gestoras que gestionen dichas operaciones quedan obligadas a velar por que éstas se ajusten a lo previsto en la presente Orden y a los términos convenidos por las partes contratantes.

10. La transmisión de los valores en operaciones previstas en el número 1 anterior se tendrá por realizada, a tenor de lo dispuesto en el número 1 del artículo 8.º y en el número 4 del artículo 6.º del Real Decreto 505/1987, una vez que la Entidad gestora actualice sus registros de saldos y comunique, en las condiciones previstas en las normas de funcionamiento de la Central de anotaciones, los saldos de sus comitentes resultantes tras la actualización de los registros.

Art. 11. Contabilización por las Entidades gestoras.

Las Entidades gestoras habrán de ajustar la contabilización de las anotaciones en cuenta de Deuda del Estado, tanto perteneciente a la cartera propia como a los saldos de terceros, y la de los procesos de negociación, compensación y liquidación de operaciones sobre la misma, en lo que se refiere a los movimientos de valores o de efectivo, a las normas que establezca el Banco de España en su calidad de gestor de la Central de anotaciones y supervisor del sistema.

CAPITULO IV

Sistemas de compensación y liquidación entre Entidades gestoras y régimen específico de las Bolsas Oficiales de Comercio

Art. 12. Sistemas de compensación y liquidación entre Entidades gestoras.

1. De acuerdo con lo dispuesto en el número 7 del artículo 6.º del Real Decreto 505/1987, las Entidades gestoras podrán, con autorización del Ministro de Economía y Hacienda, establecer sistemas que faciliten la compensación de los movimientos de valores y de efectivo que deriven de la liquidación de operaciones cruzadas entre las Entidades gestoras asociadas a los mismos por operaciones realizadas, bien sea por cuenta propia, bien sea por cuenta de sus comitentes.

2. A tal fin, quien promueva el sistema presentará en el Banco de España el correspondiente proyecto acompañado de una Memoria. El Banco de España remitirá el proyecto y la Memoria con su informe a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, que lo elevará a la aprobación del Ministro.

3. Los Estatutos de estos sistemas reflejarán la obligación de remitir al Banco de España, como supervisor del sistema, la información, periódica u ocasional, que solicite y de cumplir las reglas de publicidad de sus operaciones que aquél establezca. Asimismo,

contendrán previsiones suficientes, a juicio de este Ministerio, para la cobertura de posibles fallidos en operaciones entre Entidades asociadas cuya compensación y liquidación se canalice por el sistema.

4. Los sistemas de compensación a que se refiere este artículo comunicarán a la Central de anotaciones previamente a su aplicación las tarifas que rijan entre aquéllos y las Entidades gestoras integradas en los mismos y sus modificaciones.

Art. 13. Régimen específico de las Bolsas Oficiales de Comercio.

1. Las Bolsas Oficiales de Comercio, de conformidad con lo establecido en el artículo 7.º del Real Decreto 505/1987, organizarán un régimen específico de negociación, compensación y liquidación de operaciones sobre anotaciones en cuenta de Deuda del Estado, que estará sujeto a la aprobación del Ministro de Economía y Hacienda. A tal efecto, presentarán en el Banco de España el correspondiente proyecto, acompañado de una Memoria. El Banco de España remitirá el proyecto y la Memoria, con su informe, a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, que lo elevará a la aprobación del Ministro.

2. El régimen específico a que se refiere el número anterior deberá contemplar un sistema de referencias numéricas identificativas de las operaciones que se realicen en su seno. Dichas referencias se corresponderán con los Registros de las Entidades gestoras adheridas, que las recibirán y harán seguir a sus clientes con los resguardos correspondientes.

3. Podrán ser Entidades gestoras adheridas aquellas entidades que, ostentando la condición de Entidad gestora, cumplan las exigencias materiales y formales que la adhesión al régimen aprobado comporte.

4. Las Entidades gestoras adheridas mantendrán desglosados dentro de sus cuentas en la Central de anotaciones los saldos de terceros incluidos en este sistema específico. Los saldos de terceros de cada Entidad adherida, incluidos en el sistema bursátil, podrán experimentar altas o bajas por compras y ventas en el mercado bursátil y por traspaso de y a otros saldos no incluidos previamente en dicho sistema.

5. El Servicio de Coordinación de Bolsas, como Ente coordinador del sistema específico organizado por las Bolsas Oficiales de Comercio, comunicará diariamente a la Central de anotaciones los saldos agregados de terceros, con la indicación de la emisión a que correspondan, de cada una de las Entidades gestoras adheridas y, periódicamente, la información que la misma determine.

CAPITULO V

Central de anotaciones

Art. 14. Régimen de funcionamiento de la Central.

1. De acuerdo con lo dispuesto en el número 9 del artículo 12 del Real Decreto 505/1987, la Central

de anotaciones en cuenta de Deuda del Estado, funcionará con arreglo al régimen que para la misma establezca el Banco de España y que se extenderá a sus relaciones no sólo con los titulares de cuentas en la Central, sino también con los sistemas bursátil o de compensación a que se refiere el capítulo IV de esta Orden y con los demás titulares de Deuda en anotaciones en cuenta.

2. Dicho régimen especificará las normas con arreglo a las que las mencionadas relaciones han de producirse, estableciendo horarios, frecuencia, procedimiento, medios y contenido de las comunicaciones entre los distintos integrantes del sistema y la Central, así como las restricciones a que puedan estar sujetas.

Art. 15. Gestión de la Deuda en anotaciones en cuenta.

1. La Central de anotaciones efectuará las anotaciones y demás actuaciones precisas para llevar a cabo los procesos de emisión, conversión y amortización de la Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta, así como las necesarias para el ejercicio de los derechos económicos de los titulares de las mismas.

2. Para el cobro de intereses y en el caso de amortización mediante reembolso, la Central de anotaciones presentará en la Dirección General del Tesoro y Política Financiera la factura pertinente para el conjunto de la emisión representada en anotaciones entre los días hábiles decimonoveno y décimo anteriores a la fecha de vencimiento de la emisión de que se trate, y abonará en esta última fecha los importes correspondientes en las cuentas de efectivo señaladas al efecto en el Banco de España por los titulares de cuentas de valores en la Central de anotaciones o por las Entidades gestoras, quienes los harán seguir a sus comitentes. En los casos de conversión la factura se presentará en el período que se fije en la disposición que la regule.

En todos los casos, la factura oficial habrá de ir acompañada por certificación del saldo nominal de la Deuda cuyos derechos se ejercen, así como por cinta magnética con la información y el formato que la Dirección General del Tesoro y Política Financiera determine.

La Dirección General del Tesoro y Política Financiera establecerá las normas de asignación de código de valor de la Deuda representada en anotaciones en cuenta, tanto en el momento de la emisión como en las transformaciones.

3. Los titulares de Deuda representada en anotaciones en cuenta sobre la que no se haya constituido derecho o traba que afecte a su fungibilidad y no estuvieran sujetos a obligación de transmisión podrán solicitar de la Central de anotaciones, directamente si son titulares de cuentas en la misma o a través de las Entidades gestoras en otro caso, el cambio de representación de la deuda a títulos-valores, salvo que se trate de la contemplada en el núme-

ro 2 del artículo 11 del Real Decreto 505/1987. Esta transformación a título-valor requerirá la intervención de fedatario público.

4. Los titulares de Deuda representada en títulos-valores integrantes de emisiones susceptibles de estar representadas en anotaciones en cuenta podrán solicitar la transformación de aquéllos en éstas, siempre que no esté constituido derecho o traba sobre los mismos que afecte a su fungibilidad y que estén al corriente en el ejercicio de todos los derechos. Este cambio de representación no requerirá la intervención de fedatario público y estará precedido por la entrega de los títulos. Cuando se trate de títulos incluidos en el sistema establecido por el Decreto 1.128/1974, de 25 de abril, el procedimiento de transformación requerirá la previa exclusión del mismo.

5. Las transformaciones se suspenderán antes de los vencimientos de interés, o de los canjes, conversiones o amortizaciones, durante un período suficiente para que no se altere la normalidad de tales procesos por la existencia de transformaciones en curso.

6. La Dirección General del Tesoro y Política Financiera y el Banco de España, como gestor de la Central de anotaciones, desarrollarán en sus respectivas áreas lo dispuesto en los números 3, 4 y 5 precedentes.

7. En lo no previsto en esta Orden serán de aplicación a la Deuda representada en anotaciones en cuenta lo establecido para los procesos de emisión, amortización, conversión o canje y cobro de intereses para la Deuda representada en títulos-valores, en cuanto resulte congruente con su naturaleza propia.

Art. 16. Mercado secundario organizado por la Central de anotaciones.

1. La Central de anotaciones, en su papel de organizadora de un mercado secundario entre los titulares directos de cuentas en la propia Central, establecerá los procedimientos de cotización y negociación, así como los de compensación y liquidación derivados de éstos, y velará en todo momento por la transparencia de los mismos y su correcta aplicación. La liquidación de operaciones se efectuará mediante el asiento simultáneo de las transferencias de valores en las cuentas de la Central y de las contrapartidas correspondientes en las cuentas corrientes de efectivo en el Banco de España.

2. De conformidad con lo dispuesto en el número 4 del artículo 5.º del Real Decreto 505/1987, la Central de anotaciones queda autorizada a determinar el momento en que podrán practicarse en el mercado organizado por ella las distintas modalidades de operación.

Art. 17. Desgloses, certificaciones e inmovilizaciones de saldos.

1. En cumplimiento de lo establecido en los apartados 2 y 3 del artículo 2.º del Real Decreto 505/1987, y a solicitud de los titulares de los valores, la Central de anotaciones efectuará el desglose, dentro de las

cuentas mantenidas en la misma, de los saldos de Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta sobre los que se constituya una garantía o cualquier otro derecho o traba que impida su fungibilidad con los restantes de la misma emisión, de forma que permita su individualización e identificación y, en su caso, su inmovilización, y extenderá las certificaciones correspondientes.

2. La Central de anotaciones establecerá el procedimiento de inmovilización de saldos necesario para la constitución de derechos o garantías sobre la Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta. Dichos saldos se mantendrán desglosados dentro de las cuentas incluidas en la Central de anotaciones conservando sus derechos económicos, pero no podrán ser movilizados ni reembolsados a su amortización a sus titulares en tanto no se haya procedido al levantamiento de la garantía previamente constituida.

CAPITULO VI

Obligaciones de retención e información fiscal

Art. 18. *Obligación de retención fiscal a cuenta y de información a la Administración tributaria.*

1. Los rendimientos de la Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta estarán sujetos al régimen fiscal propio de los rendimientos derivados de activos financieros, de acuerdo con las correspondientes condiciones de emisión.

En la liquidación de intereses sujetos a retención, la Central de anotaciones abonará a los titulares de cuentas en la misma los importes líquidos, una vez practicadas las retenciones a cuenta del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o del Impuesto sobre Sociedades y las Entidades gestoras certificarán las retenciones soportadas por sus comitentes.

Sin perjuicio de las obligaciones de información a la Administración tributaria, no se practicará retención, a cuenta del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas ni del Impuesto sobre Sociedades, sobre los rendimientos obtenidos con ocasión de transmisiones, incluso en operaciones de compra-venta con pacto de recompra, o del reembolso de Deuda representada en anotaciones en cuenta en los casos previstos en los números 1 y 2 del artículo 11 del Real Decreto 505/1987.

2. En las transmisiones de anotaciones en cuenta de Deuda del Estado con rendimiento implícito que no sean instrumento regulador de los mercados monetarios, estará obligada a retener e ingresar en el Tesoro la Entidad gestora que actúe por cuenta del transmitente de tales anotaciones. En el supuesto de que estas transmisiones se realicen por los titulares directos de cuentas en la Central de anotaciones, ésta efectuará el ingreso a cuenta del Impuesto sobre Sociedades equivalente a la retención que proceda sobre los rendimientos obtenidos en la transmisión.

En el momento del reembolso tal obligación afectará al emisor, que instrumentará la retención a través

de la Central de anotaciones, salvo que la materialización de la operación se encomiende a las Entidades gestoras, en cuyo caso serán éstas las encargadas de practicar e ingresar la retención que proceda.

3. La Central de anotaciones y las Entidades gestoras ingresarán las retenciones sobre rendimientos del capital mobiliario que deban realizar a cuenta del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o del Impuesto sobre Sociedades mediante los modelos de declaración-documento de ingreso aprobados para los ingresos de esta naturaleza por el Ministerio de Economía y Hacienda.

4. La Central de anotaciones informará a la Administración tributaria, de acuerdo con el artículo 22 del Real Decreto 2.027/1985, de 23 de octubre, de las retenciones practicadas sobre los intereses satisfechos a los titulares de cuentas en la misma. Cuando estos titulares tengan la condición de Entidades gestoras, la Central de anotaciones informará de las retenciones practicadas sobre los intereses satisfechos a aquéllos por sus saldos globales, distinguiendo sus saldos por cuenta propia de los saldos agregados de sus comitentes.

A su vez, las Entidades gestoras informarán a la Administración tributaria acerca de sus comitentes perceptores de intereses.

A estos efectos, tanto la Central de anotaciones como las Entidades gestoras incluirán esta información en la declaración o resumen anual de retenciones del capital mobiliario que deban presentar o presentarán dicha declaración anual a tal fin, consignando cuantos datos se exijan en la misma.

5. La Central de anotaciones o las Entidades gestoras que intervengan en la suscripción y transmisión de la Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta vendrán obligadas a facilitar a la Administración tributaria la información exigida por el Real Decreto 2.027/1985, de 23 de octubre.

Las Entidades gestoras estarán obligadas a suministrar información a la Administración tributaria sobre las operaciones de suscripción, transmisión y reembolso de la Deuda del Estado de sus comitentes, según lo establecido en el artículo 23.2 del mencionado Real Decreto. Esta obligación se entenderá cumplida, respecto de las operaciones sujetas a retención, con la presentación del resumen anual de retenciones.

Tanto la Central de anotaciones, respecto de los titulares de cuentas en ella, como las Entidades gestoras, respecto de sus comitentes, facilitarán estos datos a la Administración tributaria a través de los modelos de declaración o relación anual aprobados por el Ministerio de Economía y Hacienda en relación con las obligaciones previstas en el artículo 23 del Real Decreto 2.027/1985, de 23 de octubre, consignando cuantos datos se exijan para dicha declaración anual.

6. En la información a suministrar por la Central de Anotaciones y las Entidades gestoras, así como

en el resumen anual de retenciones, se acumularán todas las operaciones y retenciones referentes a una misma persona.

CAPITULO VII

Supervisión del sistema de anotaciones

Art. 19. *Competencias de supervisión.*

1. De conformidad con lo previsto en el apartado *b)* del número 9 del artículo 12 del Real Decreto 505/1987, y en la presente Orden, se encomienda al Banco de España la supervisión y control de la Central y del conjunto del sistema de anotaciones.

2. En consecuencia, los titulares de anotaciones en la Central de anotaciones y, de modo especial, las Entidades gestoras estarán sometidas a las reglas de limitación de riesgos, de supervisión y de inspección que el Banco de España establezca con objeto de garantizar el buen funcionamiento del sistema, la solidez de las operaciones y la adecuada defensa de los intereses de los inversores.

3. A fin de facilitar el conocimiento por el Ministerio de Economía y Hacienda de las incidencias que surjan en el desarrollo y actuación de los mercados de Deuda del Estado en anotaciones en cuenta, el Banco de España dará traslado a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de las actas levantadas por sus servicios de inspección en cuestiones relacionadas con dicho mercado y comunicará a dicho Centro las actuaciones o propuestas de actuación que de ellas se deriven.

4. Sin perjuicio de lo previsto en los números anteriores, y de conformidad con lo previsto en el número 10 del artículo 12 del Real Decreto 505/1987, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera podrá disponer las comprobaciones de las actuaciones de los titulares de anotaciones en la Central de anotaciones y de las Entidades gestoras que estime necesarias y solicitar del Banco de España la información que considere precisa sobre el funcionamiento del sistema de anotaciones en cuenta y la actuación del Banco como gestor del mismo.

5. La Dirección General del Tesoro y Política Financiera podrá recabar del Banco de España cuanta información estadística estime pertinente sobre cualquier aspecto del funcionamiento del sistema de anotaciones en cuenta y de los mercados primario y secundario de Deuda del Estado anotada. Igualmente procederá a la publicación de los datos cuya difusión sea relevante para la actuación de los operadores en el mercado de Deuda del Estado o de interés general, pudiendo encomendar esta tarea, en todo o en parte, al Banco de España.

6. El Banco de España elevará al Ministro de Economía y Hacienda, al menos una vez por año, un informe que contenga una evaluación del funcionamiento del sistema y de los problemas observados, con propuesta, en su caso, de las soluciones posibles, así como un resumen de su actuación inspectora y

disciplinaria en cuanto supervisor del sistema de anotaciones.

Art. 20. *Servicio de Reclamaciones.*

1. El Servicio de Reclamaciones previsto en el artículo 9.º de la Orden de 3 de marzo de 1987, sobre liberalización de tipos de interés y comisiones y sobre normas de actuación de las Entidades de depósito, atenderá también las reclamaciones que, con referencia a lo dispuesto en la normativa reguladora del sistema, pudieran formular los comitentes de operaciones de Deuda del Estado en anotaciones en cuenta, siendo extensivo a las mismas cuanto dicha Orden establece respecto al mencionado servicio.

Art. 21. *Retirada, suspensión y limitación de la condición de titular de cuentas en la Central de anotaciones o Entidad gestora.*

1. De conformidad con lo establecido en el apartado 10 del artículo 12 del Real Decreto 505/1987, el Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta motivada o con informe del Banco de España y previa audiencia del interesado, podrá retirar la condición de titular de cuentas en la Central de anotaciones, o de Entidad gestora, suspenderla o limitar el tipo y volumen de operaciones que puedan realizar dichos titulares o Entidades, en los casos de incumplimiento de condiciones a cuya observancia se hubieran comprometido o de actuaciones que generen un peligro u ocasionen un grave trastorno para el sistema.

2. La retirada de la condición de titular de cuentas en la Central implicará que la Entidad o intermediario financiero afectado no pueda, a partir de la adopción de tal medida, realizar otras operaciones que aquéllas de las que derive una reducción definitiva de sus saldos en dicha Central. La suspensión de la condición de titular de cuentas en la Central producirá el mismo efecto, pero sólo durante el plazo que se determine en la resolución correspondiente.

3. La retirada de la condición de Entidad gestora implicará que la Entidad no pueda, a partir de la adopción de tal medida, realizar o gestionar con o para sus comitentes otras operaciones que aquellas de las que derive una reducción definitiva de sus saldos de terceros. Sin perjuicio de ello, mientras la Entidad conserve saldos de terceros anotados en la Central deberá seguir cumpliendo estrictamente las obligaciones previstas en esta Orden. La suspensión de la condición de Entidad gestora producirá el mismo efecto, pero sólo durante el plazo que se determine en la resolución en la que se adopte tal medida.

4. La resolución que imponga limitaciones al tipo o volumen de las operaciones que puedan realizar los titulares de cuentas en la Central de anotaciones o las Entidades gestoras determinará concretamente las operaciones afectadas y los volúmenes máximos autorizados, que podrán referirse tanto a las operaciones individuales como al conjunto de las mismas, así como el plazo de duración de dichas limitaciones.

5. La retirada de la condición de titular de cuentas

en la Central, cuando la Entidad afectada sea Entidad gestora, implicará también la pérdida de esta condición, con los efectos previstos en el número 3 anterior.

6. La retirada de la condición de titular de cuentas en la Central de anotaciones o de Entidad gestora sólo podrá acordarse en los casos de reiteración de incumplimientos o en aquellos en que concurren circunstancias de especial gravedad o trascendencia en los hechos.

7. La resolución en la que se acuerde la retirada de la condición de titular de cuentas en la Central o de Entidad gestora ordenará su publicación, determinando la forma en que la misma haya de tener lugar. Tal publicación podrá o no ordenarse en los casos de suspensión o limitación del tipo y volumen de operaciones.

CAPITULO VIII

Art. 22. Competencias atribuidas al Banco de España.

Se encomiendan al Banco de España, además de las funciones que le son atribuidas en los artículos anteriores, las restantes contempladas en el apartado 9 del artículo 12 del Real Decreto 505/1987, de 3 de abril. Asimismo, en general, le corresponderá, en su calidad de gestor de la Central de anotaciones y supervisor del sistema, la adopción de las medidas y disposiciones precisas para la debida aplicación de lo dispuesto en el citado Real Decreto y en esta Orden.

DISPOSICIONES ADICIONALES

Primera. Emisiones de Deuda del Estado que podrán formalizarse en anotaciones en cuenta.

De conformidad con lo establecido en el artículo 1.º, serán susceptibles de inclusión en el sistema de anotaciones a voluntad de sus tenedores las siguientes emisiones:

Obligaciones del Estado 13,75 por 100, emisión marzo 1985.

Bonos del Estado 13,50 por 100, emisión abril 1985.

Deuda amortizable 12,25 por 100, emisión junio 1985.

Obligaciones del Estado 13,50 por 100, emisión junio 1985.

Obligaciones del Estado 11,75 por 100, emisión noviembre 1985.

Deuda amortizable 11,50 por 100, emisión diciembre 1985.

Bonos del Estado 11,70 por 100, emisión diciembre 1985.

Obligaciones del Estado 11,70 por 100, emisión marzo 1986.

Bonos del Estado 11,60 por 100, emisión marzo 1986.

Bonos del Estado 10,10 por 100, emisión junio 1986.

Deuda amortizable 10 por 100, emisión julio 1986.

Obligaciones del Estado 9,95 por 100, emisión julio 1986.

Obligaciones del Estado 10,65 por 100, emisión julio 1986.

Bonos del Estado 9,40 por 100, emisión octubre 1986.

Bonos del Estado 8,25 por 100, emisión diciembre 1986.

Deuda amortizable 8,50 por 100, emisión diciembre 1986.

Bonos del Estado 9,80 por 100, emisión febrero 1987.

Bonos del Estado 10,15 por 100, emisión marzo 1987.

Bonos del Estado 11,70 por 100, emisión abril 1987.

Segunda. Se delegan en el Director general del Tesoro y Política Financiera las siguientes competencias:

a) El otorgamiento de la condición de Entidad gestora previsto en el número 2 del artículo 5.º de esta Orden.

b) La autorización de los sistemas de compensación y liquidación que agrupen y presten servicio a varias Entidades gestoras a que se refiere el artículo 12 de esta Orden.

c) La aprobación del régimen específico de negociación, compensación y liquidación de operaciones sobre anotaciones en cuenta de Deuda del Estado organizado por las Bolsas Oficiales de Comercio, de conformidad con el artículo 13 de esta Orden.

d) La adopción de las medidas de suspensión de la condición de titular de cuentas en la Central de anotaciones o de Entidad gestora, o de limitación del tipo y volumen de las operaciones que puedan realizar dichas Entidades, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 21 de esta Orden.

Tercera. La letra f) del número segundo de la Orden de 26 de diciembre de 1983 queda redactada como sigue:

«f) Letras, pagarés u otros efectos de la cartera endosados o cedidos a terceros, participaciones a favor de terceros en activos de la cartera, incluyendo las participaciones hipotecarias reguladas por la Ley 2/1981 y Real Decreto 685/1982 y ventas de efectos o títulos con pacto de recompra; se excluyen los endosos de pagarés u otra Deuda del Tesoro, también se excluyen las ventas con pacto de recompra de pagarés del Tesoro y de Deudas del Estado y del Tesoro cuando tales operaciones afecten a pagarés o Deudas formalizados en anotaciones en cuenta.»

Cuarta. Las referencias contenidas en la legislación vigente a los títulos de la Deuda del Estado o a conceptos más generales que la incluyan, cuya finalidad no esté directamente relacionada con su representación en títulos-valores, se entenderán efectuadas también a la Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta.

DISPOSICION TRANSITORIA

La autorización de las operaciones en compraventa a plazo entre las Entidades gestoras y sus comitentes queda condicionada a la organización previa del mer-

cado de plazo entre titulares en cuentas en la Central de anotaciones y a la ulterior decisión de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera. A la vista de la experiencia adquirida, este Centro directivo regulará los requisitos de dichas operaciones y, en particular, establecerá las garantías necesarias para el mejor funcionamiento del mercado y la protección de los inversores.

DISPOSICION FINAL

La presente Orden entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

CIRCULAR DEL BANCO DE ESPAÑA NUM. 16/1987, DE 19 MAYO. ENTIDADES DE DEPOSITO Y OTROS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS. ANOTACIONES EN CUENTA DE DEUDA DEL ESTADO

El real decreto 505/1987, de 3 de abril, dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado y la organización dentro del mismo de una Central de Anotaciones gestionada por el Banco de España. Asimismo dispone, en el citado Real Decreto y en la Orden Ministerial que lo desarrolla, que será el Banco de España quien establezca el régimen de funcionamiento de la mencionada Central de Anotaciones de deuda del Estado y de las relaciones con los titulares de cuentas en la misma y con el sistema de compensación específico organizado por las Bolsas de Comercio.

En cumplimiento de esas disposiciones legales, el Banco de España ha dictado las siguientes normas, que serán complementadas próximamente por otras que desarrollarán los principios que regulan las relaciones de las entidades gestoras y sus comitentes y, en particular, lo dispuesto en las normas primera y octava de la presente circular.

NORMA PRIMERA. Titulares de cuentas en la Central de Anotaciones

1. Podrán ser titulares de cuentas de deuda del Estado las entidades e intermediarios financieros que, estando incluidos en el punto 2 del artículo segundo de la Orden Ministerial de 19 de mayo de 1987 (en lo sucesivo la Orden), formalicen su solicitud acreditando los recursos propios mínimos allí exigidos y la organización necesaria para actuar en el mercado de deuda del Estado anotada, establecido por la Central de Anotaciones; se obliguen expresamente al cumplimiento de las reglas de funcionamiento del sistema; cumplan los requisitos formales para la adhesión al Servicio Telefónico del Mercado de Dinero establecidos en la norma segunda de la circular 16/86, y se comprometan a aportar los balances y cuentas de resultados de los dos últimos ejercicios auditados, por empresas de reconocido prestigio, y a poner a disposición del Banco de España cuanta información pudiera solicitarles, con el fin de conocer su situación financiera y su solvencia.

Esta solicitud será tramitada por el Banco de España, acompañada del preceptivo informe, a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera para su resolución.

2. Los titulares de cuentas incluidos en el artículo quinto de la Orden que, de acuerdo con lo allí dispuestos, pretenden obtener la condición de entidades gestoras deberán solicitarlo acreditando el cumplimiento de los requisitos mínimos de capital y acompañando memoria de actividades, descriptiva de su participación en la negociación de activos financieros y de la dotación profesional y organizativa para llevar a cabo su función. Asimismo habrán de comprometerse al cumplimiento de la normativa prevista en la Orden y someterse a las reglas que establezca el Banco de España como supervisor del sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado para las entidades gestoras. La solicitud será tramitada por el Banco de España, acompañada por el informe preceptivo, a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera para el otorgamiento, en su caso, de la condición referida.

La condición de entidad gestora implica la posibilidad de mantener valores de terceros dentro de sus cuentas en la Central de Anotaciones. A tales efectos, las entidades gestoras deberán llevar un registro en el que figurarán los datos que permitan identificar en todo momento a los titulares de deuda del Estado desglosada en sus cuentas como valores de terceros.

Dichos titulares recibirán de las entidades gestoras resguardos justificativos de los apuntes que se efectúen en el mencionado registro como consecuencia de la suscripción, adquisición en el mercado secundario, transformación, traspaso o cancelación de garantías. Estos resguardos se ajustarán a lo establecido en el artículo octavo de la Orden.

La actuación de las entidades gestoras se regirá, en lo que se refiere a sus relaciones con la Central de Anotaciones, por las normas contenidas en la presente circular, y en todo lo relativo a las relaciones con sus comitentes o clientes y con la Central de Anotaciones, por la circular que se dicte al efecto.

NORMA SEGUNDA. Emisión

La Central de Anotaciones abonará en las cuentas de valores de las entidades gestoras y de los restantes titulares de cuentas los importes nominales adjudicados en la emisión de la deuda de que se trate.

En el caso de las entidades gestoras, dichos importes incluirán tanto los correspondientes a los saldos de terceros suscritos por su mediación como los de aquellos suscriptores que hubieran designado a la entidad como gestora de sus anotaciones en cuenta.

La Central de Anotaciones comunicará oportunamente a los titulares de cuentas y al Servicio de Coordinación de Bolsas las fechas a partir de las cuales los valores puestos en circulación serán transmisibles a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, de conformidad con las normas contenidas en la presente circular.

NORMA TERCERA. Transformación

Los saldos de la deuda pública materializada en anotaciones en cuenta que se encuentren libres de compromisos o trabas podrán ser transformados en títulos-valores, a petición de su titular. Con el mismo requisito, podrán efectuarse transformaciones de títulos-valores a anotaciones en cuenta.

En el primer caso, la transformación deberá ser intervenida por fedatario público.

No se atenderá la solicitud de transformación, en ningún sentido, de cualquier deuda a la que falten menos de 20 días hábiles para el ejercicio de derechos: cobro de cupón, amortización, canjeo o amortización anticipada, etc.

1. Transformación de anotaciones en cuenta a títulos-valores

La solicitud será efectuada por las entidades gestoras o por los restantes titulares de cuentas, mediante comunicación a la Central de Anotaciones en mensaje emitido por el terminal de télex/SPCM acreditado a los efectos previstos en la circular 16/86, y ajustado al formato que figura en el Manual del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero (anexo 1), en el que se identificarán los valores cuya transformación se solicita, su importe nominal y la entidad depositaria receptora de los títulos-valores.

La transformación se formalizará el mismo día de la semana siguiente a la recepción de la solicitud por el Banco de España —o posterior día hábil, caso de ser aquél festivo—, adeudando el importe nominal a transformar en la cuenta de valores del solicitante y expidiendo los títulos-valores solicitados.

Cuando en la fecha de formalización, fijada de acuerdo con lo establecido en el párrafo anterior, la cuenta afectada no tuviera saldo suficiente para atender el adeudo del importe de la transformación, la solicitud se considerará nula, sin que en ningún caso pueda atenderse parcialmente.

El Banco de España solicitará la expedición de las pólizas acreditativas de la propiedad de los títulos-valores puestos en circulación al colegio de agentes de cambio y bolsa o corredores de comercio correspondientes, en función de la plaza en que se recibió la solicitud, aportando los datos nominativos que figuren en la misma y la identificación de las numeraciones de los títulos, así como la solicitud, en su caso, de inclusión en el sistema de fungibilidad. Asimismo, pondrá a disposición de la entidad depositaria designada los títulos-valores obtenidos en la transformación, siendo responsabilidad de ésta la recepción de las pólizas extendidas por el fedatario y la liquidación de derechos si los hubiere. Los títulos-valores serán entregados en la sucursal del Banco de España designada al efecto, o en Madrid en los casos en que no existiese designación expresa.

Si la transformación se efectúa por cuenta de terceros, la entidad gestora procederá, en la fecha de formalización de la operación, a reducir el saldo que

mantenga por cuenta de aquéllos, de acuerdo con la norma octava de la presente circular.

2. Transformación de títulos-valores a anotaciones en cuenta

Las solicitudes serán presentadas por el titular de la cuenta de valores beneficiaria o por la actual entidad depositaria, junto a los títulos-valores objeto de la transformación, y en las mismas se hará constar el titular en cuya cuenta vayan a ser abonados los importes nominales de los títulos entregados, la clase de valor y las numeraciones de los títulos objeto de la transformación. De la justificación de la propiedad de los mismos se responsabilizará el titular de la cuenta, tanto en las transformaciones de títulos propios como de títulos propiedad de sus depositantes cuyo abono deba producirse en su saldo por cuenta de terceros. Dichos títulos-valores deberán encontrarse libres de compromisos o trabas que limiten su titularidad o movilidad, estar excluidos del sistema de fungibilidad regulado por el decreto 1.128/1974, de 25 de abril, y tener ejercitados todos sus derechos en la fecha de solicitud. No podrán presentarse, en consecuencia, títulos-valores que no reúnan las anteriores características. Esta entrega se efectuará en cualquier sucursal del Banco de España, cumplimentando el impreso que figura como anexo 2.

Cuando la transformación afecte a títulos-valores cuya numeración aparezca desglosada en más de veinte contracciones numéricas, la solicitud de transformación (anexo 3) deberá ir acompañada de soporte magnético, que tendrá que presentarse en Banco de España-Madrid.

El mismo día de la semana siguiente a la entrega de los títulos-valores al Banco de España —o posterior día hábil, si aquél fuera festivo—, la Central de Anotaciones abonará el importe nominal de los títulos transformados en la cuenta de la entidad gestora o titular designado como beneficiario.

En la misma fecha, si la transformación se efectúa por cuenta de terceros, la entidad gestora procederá a aumentar el saldo que mantenga por cuenta de aquéllos, de acuerdo con la norma octava de la presente circular.

NORMA CUARTA. Pago de intereses

En la fecha de vencimiento de intereses de cualquier deuda materializada en anotaciones en cuenta —o al siguiente día hábil, en caso de que aquélla coincidiera con un sábado o festivo—, la Central de Anotaciones abonará, en la cuenta de efectivo en el Banco de España designada como domiciliataria por los titulares de las cuentas de valores de la deuda de que se trate, el interés líquido correspondiente a los saldos nominales que mantengan.

El saldo a que se hace referencia en el párrafo anterior será el correspondiente al inicio de operaciones de la fecha del pago de los intereses, es decir, incorporará las operaciones pactadas para dicha fecha,

pero formalizadas en fechas anteriores, y no incluirá las operaciones formalizadas en la referida fecha.

NORMA QUINTA. Canje

Los titulares de cuentas en la Central de Anotaciones podrán acudir a las opciones de reinversión por canje voluntario que reglamentariamente disponga la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

Dichas opciones podrán ejercitarse exclusivamente para el valor de que se trate, sobre saldos que el titular de la cuenta mantenga libres de compromisos o trabas, quedando, por tanto, excluidos de la opción de canje los saldos afectos a compromisos de venta.

La opción de canje se ejercitará mediante el envío a la Central de Anotaciones del impreso destinado al efecto, en el que constarán el nombre y el código de la entidad gestora o titular de cuenta solicitante, el valor y el importe nominal objeto del canje. El mencionado impreso deberá ser presentado en cualquiera de las sucursales del Banco de España, en los plazos que oportunamente se establezcan.

La solicitud de canje por cuenta propia o por cuenta de terceros implica el compromiso firme, por parte del solicitante, de acudir al mismo en la fecha indicada. Por tanto, si el titular de la cuenta, llegada la fecha señalada para el canje, no dispusiera en la misma de saldo suficiente del valor a canjear en la cuantía necesaria para ello, la entidad solicitante se verá obligada a adquirir el importe nominal necesario para atender la solicitud de canje en su integridad.

En los supuestos en que el canje se viese afectado por prorrateo, la Central de Anotaciones actuará de acuerdo con lo dispuesto en las condiciones establecidas para el mismo por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

NORMA SEXTA. Amortización

En la fecha de amortización señalada para cada valor —o al siguiente día hábil, en caso de que aquélla coincidiera con un sábado o festivo—, la Central de Anotaciones abonará, en la cuenta corriente de efectivo en el Banco de España designada como domiciliaria por las entidades gestoras y demás titulares de cuentas, el importe nominal de los saldos de valores amortizados, con baja del citado importe de la cuenta de valores correspondiente.

Las contrapartidas de efectivo de aquellos saldos correspondientes a valores que los titulares de cuentas mantuvieran inmovilizados como consecuencia de la constitución de garantías, afianzamientos u otras cauciones permanecerán en dicha situación hasta que la inmovilización sea levantada en la forma que se señala en la norma novena.

NORMA SEPTIMA. Mercado secundario

Los titulares de cuentas de deuda del Estado en la Central de Anotaciones podrán movilizar los saldos

mantenidos en las mismas, mediante operaciones realizadas a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero del Banco de España, en los términos establecidos en las normas reguladoras de dicho servicio (circular 16/86).

Las operaciones se cruzarán por importes nominales múltiplos de 1 millón de pesetas, con un mínimo de 50 millones de pesetas por operación, y se formalizarán en las condiciones generales existentes para el funcionamiento del mencionado servicio. Comunicada la operación al Servicio Telefónico, por las dos partes intervinientes, el Banco de España comprobará la existencia de saldo suficiente en la cuenta correspondiente al valor objeto de la operación, no sujeto a garantías o trabas, y en la cuenta corriente de efectivo afectada; en caso de ser ambos conformes, efectuará los apuntes correspondientes. Serán días hábiles para formalizar operaciones los que medien entre lunes y viernes, ambos inclusive, que sean considerados como tales en Madrid.

La Central de Anotaciones publicará, al cierre de operaciones de cada día, los importes negociados y las condiciones de negociación.

A través del Servicio Telefónico podrán formalizarse dos clases de operaciones.

1. Compraventas simples al contado

Son aquellas en las que se transmite un importe nominal de un valor determinado por un importe efectivo. Los datos que las partes contratantes deberán comunicar al Servicio Telefónico son los que aparecen recogidos en el Manual del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero. En la misma fecha en que se comunique la operación, ésta deberá ser confirmada por los participantes a la Central de Anotaciones, mediante un mensaje o télex/SPCM, según el modelo que figura en el citado manual.

2. Compraventas con pacto de recompra en fecha fija

En estas operaciones, el titular de los derechos los vende hasta la fecha de amortización a un precio establecido en el momento de la contratación, conviniendo con el comprador simultáneamente la recompra de derechos de la misma emisión y por igual valor nominal, en una fecha intermedia entre la de venta y la de amortización más próxima, aunque ésta sea parcial o voluntaria, a un precio también estipulado en el momento de la contratación.

La operación así definida exigirá la comunicación de ambas partes al Servicio Telefónico de la identificación del valor y el importe nominal objeto de la operación, del importe efectivo de la compraventa inicial y del importe efectivo de la recompra, así como la fecha de ésta, según el formato que figura en el Manual del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero. De igual modo que en el caso anterior, y en la misma fecha en que la operación se haya efectuado, deberá recibirse en la Central de Anotaciones confir-

mación por télex/SPCM de las dos partes, ajustado al formato contenido en el citado manual.

La parte compradora en las operaciones detalladas en este epígrafe adquiere la titularidad del valor objeto de la operación; por consiguiente, hasta la fecha del compromiso podrá efectuar, a su vez, operaciones con pacto de recompra, en el que el mismo no exceda la fecha del anterior.

En las operaciones objeto de este epígrafe, la Central de Anotaciones abonará al titular (comprador-vendedor) de los saldos los intereses cuyo vencimiento se produzca dentro del período de vigencia del compromiso pactado, de acuerdo con los criterios establecidos en el segundo párrafo de la norma cuarta.

En la fecha pactada para efectuar la recompra, la Central de Anotaciones, sin que sea necesaria la comunicación de las partes, realizará los apuntes necesarios para formalizar la operación con los datos comunicados en su día. Si dicha fecha coincidiera con un festivo, la operación se formalizará en el siguiente día hábil, o en el que las partes, de común acuerdo, estipulen y comuniquen a la Central de Anotaciones. La insuficiencia de saldo en la cuenta de efectivo del comprometido a realizar la recompra impedirá el buen fin de la operación de recompra, quedando ésta, en consecuencia, anulada. La operación inicial tendrá, en este caso, la consideración de venta hasta la amortización, sin perjuicio de las acciones que puedan corresponder a las partes intervinientes.

NORMA OCTAVA. Segregación de saldos de terceros

1. Entidades gestoras

Las entidades gestoras mantendrán, en las cuentas abiertas a su nombre en la Central de Anotaciones, además de los saldos de Deuda del Estado de su propia cartera, saldos de terceros.

Estas entidades comunicarán diariamente a la Central de Anotaciones el saldo por cada valor que corresponde a terceros, de acuerdo con la situación de sus registros de clientes y que no podrá exceder el saldo total de su cuenta. Los saldos que las entidades gestoras desglosen al efecto deberán estar libres de trabas, no pudiendo, en consecuencia, estar afectos a garantías, compromisos de reventa u otras restricciones sobre su titularidad.

A tal fin, las entidades gestoras entregarán diariamente a la Central de Anotaciones un soporte magnético, en el que detallarán los saldos de terceros que al día siguiente hábil presentarán los distintos valores de Deuda del Estado, con motivo de las operaciones concertadas previamente con sus clientes.

Constituirán motivo de alta en el saldo de terceros integrado en la cuenta de una entidad gestora correspondiente a un valor las siguientes operaciones realizadas por cuenta de sus comitentes:

- Suscripción de emisiones.

- Transformación de títulos-valores.
- Adquisición en mercado secundario, ya sea por compraventa simple al contado o por compraventa con pacto de recompra.
- Traspaso de otra entidad gestora.
- Cancelación de garantías.
- Traspaso del sistema bursátil.

Y serán motivo de baja las siguientes:

- Amortización.
- Transformación a títulos-valores.
- Ventas en mercado secundario, ya sea por compraventa simple al contado o por compraventa con pacto de recompra.
- Traspaso de otra entidad gestora.
- Constitución de garantías.
- Traspaso al sistema bursátil.

Complementariamente, con la periodicidad y condiciones que se establezcan en la circular reguladora de las relaciones entre entidades gestoras y sus comitentes, éstas deberán remitir a la Central de Anotaciones información detallada de los registros de sus operaciones. Asimismo, se establecerán los procedimientos para el traspaso de saldos de clientes entre entidades gestoras.

2. Sistema bursátil

Según lo dispuesto en el artículo 13 de la Orden, las Bolsas de Comercio fijarán un procedimiento específico de contratación, liquidación y establecimiento de saldos afectos al sistema bursátil para aquellas entidades gestoras que se adhieran al sistema y se sometan a sus reglas de funcionamiento.

El Servicio de Coordinación de las Bolsas de Comercio establecerá, en cada fecha y para cada valor, los saldos resultantes de la compensación en cada entidad gestora adherida, que serán el resultado de las variaciones habidas como consecuencia de las compras y ventas realizadas por cuenta de sus clientes, más el producto neto de las altas y bajas procedentes de saldos de anotaciones no incluidas en el sistema bursátil. Asimismo, mantendrá registros individualizados por operación, que deberán corresponderse con los que lleven las entidades gestoras adheridas, para lo que establecerá un sistema de referencias numéricas identificativas de las operaciones que se realicen en su seno.

El Servicio de Coordinación mantendrá, para cada valor, el control de los saldos adscritos al sistema bursátil y su distribución diaria entre las entidades gestoras adheridas, que coincidirá con los registros individualizados y referencias numéricas expedidas. La distribución de saldos entre entidades gestoras adheridas se verá modificada como consecuencia de las transmisiones que se produzcan en el mercado secundario. Asimismo, establecerá un procedimiento de traspaso de saldos de anotaciones en cuenta, desde y hacia el sistema bursátil.

Diariamente, en el horario que se concierte, el Servicio de Coordinación de las Bolsas enviará a la Cen-

tral de Anotaciones información relativa a los saldos para cada valor que en el sistema bursátil presenten las entidades gestoras adheridas con fecha de liquidación el siguiente día hábil, y los traspasos producidos desde o hacia el sistema bursátil, con detalle de cuentas afectadas. La Central de Anotaciones, a la vista de la citada información, procederá a desglosar, en la cuenta de cada entidad gestora adherida, el saldo comunicado por el Servicio de Coordinación. Los saldos que las entidades gestoras desglosen por este procedimiento deberán estar igualmente libres de trabas, no pudiendo, en consecuencia, estar afectos a garantías, compromisos de reventa u otras restricciones sobre su titularidad.

NORMA NOVENA. Inmovilización de saldos

Los titulares de cuentas de deuda del Estado en la Central de Anotaciones podrán mantener saldos inmovilizados propios o de clientes afectos al cumplimiento de derechos de garantía, afianzamiento u otras cauciones frente a cualquier persona física o jurídica.

La Central de Anotaciones procederá, a solicitud de sus titulares, a inmovilizar en la respectiva cuenta los importes afectos a garantías y a expedir las correspondientes certificaciones, que serán entregadas al solicitante con objeto de que éste pueda exhibir o entregar como acreditación de la inmovilización de los valores afectados. La inmovilización señalada sólo podrá ser levantada previa recepción por la Central de Anotaciones de la mencionada certificación o por ejecución de la garantía. El abono de los intereses correspondientes a importes inmovilizados se realizará, en los términos señalados en la norma cuarta de esta circular, al titular del valor.

La solicitud será efectuada por cualquier titular de cuentas de valores, mediante comunicación a la Central de Anotaciones en mensaje emitido por el terminal télex/SPCM, acreditado a los efectos previstos en la circular 16/86, y ajustado al formato que figura en el Manual del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero (anexo 4), en el que se hará constar la identificación del valor, su titular, la persona o entidad a favor de la cual se realiza el bloqueo y el importe nominal objeto del mismo. Los titulares de deuda en anotaciones en cuenta en una entidad gestora solicitarán la inmovilización de sus saldos de valores a través de la misma, que se encargará de tramitar la solicitud ante la Central de Anotaciones, acreditando la titularidad, de acuerdo con sus propios registros.

El mismo día de la semana siguiente a la que se produjo la presentación del impreso señalado anteriormente —o siguiente día hábil, caso de que aquél fuera festivo—, la Central de Anotaciones formalizará la inmovilización del importe nominal correspondiente al valor objeto de la inmovilización en la cuenta de valores del titular correspondiente. En caso de que en la cuenta afectada no existiera saldo suficiente no sujeto a compromisos o trabas para atender la solicitud, ésta se tendrá por no efectuada, ya que en ningún caso podrá atenderse parcialmente.

En la misma fecha de formalización de la inmovilización, la Central de Anotaciones expedirá certificación de la misma, ajustada al formato que figura como anexo 6, la cual quedará a disposición del solicitante; en su caso, se comunicará a este último la imposibilidad de formalizar la inmovilización si ésta no pudiera llevarse a término por insuficiencia de saldo.

Si la inmovilización se realiza en la cuenta de una entidad gestora sobre saldos de sus clientes, ésta deberá dar de baja el importe nominal afectado de su saldo de terceros, en la fecha de la inmovilización, de la forma señalada en la norma octava de la presente circular.

La solicitud de levantamiento de la inmovilización podrá ser presentada por la entidad gestora o titular de la cuenta en la que figure el saldo inmovilizado, en cualquier sucursal del Banco de España, en el impreso que figura como anexo 6, acompañada necesariamente por la certificación de inmovilización expedida en su día por la Central de Anotaciones, como justificante de haber quedado sin efecto el derecho, garantía o traba ante la persona o entidad beneficiaria del mismo.

El mismo día de la semana siguiente —o siguiente día hábil, caso de que aquél fuera festivo— a la entrega en el Banco de España de la solicitud descrita en el párrafo anterior, la Central de Anotaciones procederá a levantar la inmovilización sobre el importe objeto de la misma, que podrá ser movilizado a partir de dicha fecha en las condiciones descritas en la presente circular.

Si el levantamiento de la inmovilización se realiza en la cuenta de una entidad gestora sobre saldos de sus clientes, ésta deberá dar de alta el importe nominal afectado en su saldo de terceros, en la fecha de desbloqueo, de la forma señalada en la norma octava de la presente circular.

La Central de Anotaciones podrá efectuar también inmovilizaciones a solicitud de autoridad judicial. El levantamiento de la inmovilización podrá realizarse también a instancias de resolución judicial oficialmente comunicada al Banco de España. A la recepción de dicha resolución, la Central de Anotaciones, previa comunicación a la entidad gestora o a otro titular en cuya cuenta figure el saldo inmovilizado, procederá al levantamiento del mismo, dando de baja de dicha cuenta el importe efectuado con abono en una cuenta de valores a disposición de la autoridad judicial competente.

En el caso de valores inmovilizados como consecuencia de la constitución de garantías o trabas o a solicitud de autoridad judicial, que permaneciesen en dicha situación en la fecha de amortización, la Central de Anotaciones procederá, en dicha fecha, al ejercicio del derecho de reembolso, y el importe efectivo correspondiente a los valores amortizados quedará, asimismo, inmovilizado, afecto a la garantía o traba constituida o a disposición de la autoridad judicial competente en su caso, y permanecerá en dicha situa-

ANEXO 5

CERTIFICADO DE INMOVILIZADO NUM.....

El Banco de España certifica que, a solicitud de,
procede con esta fecha a inmovilizar en la cuenta de deuda del Estado núm. del solicitante un importe
nominal de pesetas de (clase de valor) para atender (afianzamiento, caución,
garantía...) por cuenta de, a favor de, en
los términos previstos en la circular del Banco de España n.º 16/1987.

Madrid, de de 19.....

NOTA: Será imprescindible la presentación de la presente certificación ante la Central de Anotaciones, para proceder al levantamiento del bloqueo efectuado en virtud de la misma.

ANEXO 6

SOLICITUD DE LEVANTAMIENTO DE INMOVILIZACION

..... (entidad solicitante) solicita a la Central de Anotaciones del Banco de España que, de conformidad con
la norma novena de la circular n.º 16/1987, proceda al levantamiento de la inmovilización de deuda del Estado
referente al certificado n.º de fecha, a cuyo fin acompaña el mismo.

Madrid, de de 19.....

**CIRCULAR DEL BANCO DE ESPAÑA NUM. 20/1987,
DE 9 DE JUNIO. DEUDA DEL ESTADO. ENTIDADES
GESTORAS DE ANOTACIONES EN CUENTA.**

El RD 505/1987, de 3 de abril, la OM de 19 de mayo de 1987 (en lo sucesivo, la OM) y la circular 16/87 de este Banco de España establecen la figura de Entidad Gestora, sus atribuciones y los requisitos para la adquisición de tal condición. El artículo 6.º del mencionado RD y el capítulo III de la OM delimitan las funciones y obligaciones de estas entidades. La circular 16/87 en el punto 2 de su norma primera detalla la mecánica administrativa de la tramitación de solicitudes para constituirse en Entidad Gestora. En las restantes normas, se establece el marco de funcionamiento de los titulares de cuentas de valores en sus relaciones con la Central de Anotaciones, en lo que respecta a emisión, transformación, pago de intereses, canje, amortización, mercado secundario e inmovilización de saldos. Las entidades gestoras quedan obligadas a tramitar solicitudes de suscripción, transformación, inmovilización, ejercicio de derechos de canje y opciones de amortización ordenadas por sus clientes, así como a transmitir a sus comitentes los reembolsos que les correspondan por pago de intereses o amortización.

En la norma octava de la citada circular se contemplan las especiales características de las cuentas de valores de las entidades gestoras, por el hecho de que en los saldos incluidos en las mismas se integran saldos de sus comitentes. En ella, se establecen una serie de obligaciones de comunicación de información y se prevé la mecánica de segregación de los llamados saldos de terceros.

En la presente circular, sin perjuicio de lo allí establecido, se concretan algunos aspectos del funcionamiento de las entidades gestoras, en lo referente al control interno a que deberán sujetar sus procesos administrativos. Asimismo, se regulan aspectos relacionados con las funciones que tienen encomendadas en la negociación en el mercado secundario, y los procesos de compensación y liquidación que llevan aparejados. Finalmente, se establecen los criterios cautelares a que deben atender las entidades gestoras para hacer frente a los riesgos propios de su actividad.

Con este objeto, para el momento en que esas entidades sean aprobadas de acuerdo con la normativa antes referida e inicien su actividad, el Banco de España ha dictado las siguientes normas:

NORMA PRIMERA. Registros de las entidades gestoras

1. Cada operación que realicen las entidades gestoras con sus comitentes y que genere un saldo de deuda anotada en sus cuentas originará un registro. Los registros se llevarán por orden cronológico de

incorporación, separados para cada valor, y contendrán los siguientes datos:

1. Código de Entidad Gestora.
2. Código de valor.
3. Número correlativo.
4. DNI o CIF.
5. Nombre o razón social.
6. Dirección.
7. Código de actividad del comitente.
8. Clase de operación.
9. Clase de intermediación.
10. Fecha-valor de la operación.
11. Importe nominal.
12. Importe efectivo.
13. Fecha del compromiso de recompra.
14. Importe efectivo pactado para la recompra a plazo fijo.
15. Tipo de interés pactado para la recompra a la vista.
16. Fecha de cancelación.
17. Clase de cancelación.
18. Clase de intermediación.
19. Importe nominal cancelado.
20. Importe efectivo de la cancelación.
21. Observaciones.

En el anexo I se especifican las características de cada uno de los conceptos registrados y las notas aclaratorias.

2. Constituirán motivos de alta y de baja en el saldo de terceros los enumerados en la norma octava de la circular 16/87, que se pormenorizan en el anexo II. En el momento del alta será preciso cumplimentar los datos 1 a 15 y, en su caso, el 21, teniendo en cuenta que los datos 13 y 14, ó 13 y 15, sólo se refieren a las compras con compromiso de reventa, según modalidad, y que las operaciones procedentes de transformación, traspaso o cancelación de inmovilización no requieren cumplimentar los datos 12 a 15.

En las bajas se cumplimentarán los datos 16 a 20 y, en su caso, el 21, teniendo en cuenta que las operaciones de transformación, traspaso o inmovilización en la Central no requieren cumplimentar el dato 19.

Si la baja afecta sólo a una parte del importe nominal que contiene el registro, éste se dará de baja en su totalidad, generando por la diferencia un nuevo registro.

La asignación de fecha-valor de la operación y de fecha de cancelación (datos 10 y 16) se realizará de acuerdo con los criterios que se mencionan en las normas cuarta y quinta.

3. Las entidades gestoras obtendrán, o estarán en disposición de obtener, para cada fecha y cada valor un pormenor de los registros vivos. La suma de los importes nominales contenidos en cada uno de dichos registros deberá coincidir con los saldos de sus comitentes segregados en la Central de Anotaciones, de acuerdo con las comunicaciones que se mencionan en la norma tercera.

NORMA SEGUNDA. Resguardos

Las entidades gestoras expedirán y entregarán a sus comitentes resguardos justificativos de las operaciones efectuadas por cuenta de los mismos y dadas de alta en sus registros.

Dichos resguardos se ajustarán al modelo aprobado por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, y transcribirán los datos contenidos en el correspondiente registro en la forma que aquélla determine. La numeración de los resguardos estará constituida por los tres primeros datos de los registros mencionados en el punto 1 de la norma primera, que, unida a la fecha valor (dato 10), proporcionará su completa identificación. El Banco de España entregará a las entidades gestoras los impresos precisos para la extensión de los mismos, previa su solicitud formal. A la información semanal que se menciona en el punto 2 de la norma tercera se deberá acumular la información de detalle sobre el uso de los mencionados impresos, de acuerdo con las normas contenidas en la documentación que se distribuya.

Alternativamente, de conformidad con lo previsto en el punto 2 del artículo 8.º de la OM, las entidades gestoras, a través del Banco de España —oficina de Operaciones—, podrán proponer la homologación por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de modelos de resguardos distintos del modelo oficial.

De conformidad con lo previsto en el punto 3 del artículo 9.º de la OM, además de los resguardos expedidos, las Entidades Gestoras deberán facilitar a sus clientes, a petición de los mismos, documentos acreditativos de los saldos de deuda anotada que mantengan a su nombre.

NORMA TERCERA. Comunicaciones a la Central de Anotaciones

Las comunicaciones de información a la Central de Anotaciones se producirán de acuerdo con lo previsto en la norma octava de la circular 16/87, en las siguientes condiciones:

1. Información diaria

Las entidades gestoras comunicarán diariamente a la Central de Anotaciones el saldo de cada valor correspondiente a terceros, de acuerdo con la situación de sus registros de clientes, el cual no podrá exceder el saldo total de su cuenta. Los saldos que las entidades gestoras desglosen cada día a favor de terceros deberán estar previamente libres de trabas, no pudiendo, en consecuencia, estar afectos a garantías u otras restricciones sobre su titularidad, o a las limitaciones que, en desarrollo del número dos del artículo octavo del RD 505/1987, establezca el Ministro de Economía y Hacienda.

A tal fin, las entidades gestoras entregarán diariamente a la Central de Anotaciones, antes de las 17

horas, un soporte magnético, que podría ser sustituido por otro tipo de transmisión autorizada, en el que detallarán los saldos de terceros que al día siguiente hábil presentarán los distintos valores de deuda del Estado, con motivo de las operaciones concertadas previamente con sus clientes. Las entidades gestoras recibirán la documentación en que se precise el formato y contenido de la información a transmitir, que incluirá, para cada valor, el saldo agregado de terceros correspondiente a la fecha anterior, a la actual, y sus variaciones, que coincidirán con el movimiento de sus registros vivos, mantenidos en la forma establecida en la norma primera de esta circular.

2. Información semanal

Las entidades gestoras entregarán cada viernes, o siguiente día hábil en caso de ser festivo, antes de las 18 horas, un soporte magnético que contenga el detalle diario, por cada valor, de los registros efectuados durante la semana, atendiendo a los criterios de fecha-valor o fecha de cancelación, tal y como se definen en la norma primera. Del contenido de dichos registros se excluirán los datos 4, 5 y 6 relativos a la identificación personal del titular. Las entidades gestoras autorizadas recibirán la documentación relativa a las especificaciones técnicas y formatos a que deberá sujetarse esta comunicación de información, y la mencionada en la norma segunda.

La Central de Anotaciones comprobará, para cada valor, la coincidencia entre los registros vivos de cada entidad y los saldos segregados comunicados diariamente a la Central; asimismo, publicará información estadística agregada sobre operaciones realizadas y condiciones de negociación.

NORMA CUARTA. Operaciones de mercado secundario

1. De conformidad con lo establecido en el artículo 10 de la OM, las entidades gestoras podrán realizar o gestionar las siguientes operaciones:

- Operaciones de compraventa simple al contado.
- Operaciones de compraventa simple a plazo.
- Operaciones de compraventa con pacto de recompra en fecha fija.
- Operaciones de compraventa con pacto de recompra a la vista,

si bien la realización de estas operaciones estará condicionada a lo establecido en la disposición transitoria de la propia OM o en aquellas otras que, en desarrollo del número dos del artículo octavo del RD 505/1987, dicte el Ministro de Economía y Hacienda.

Las entidades gestoras podrán actuar en tales operaciones:

- Ofreciendo contrapartidas en nombre propio.
- Como meras comisionistas en nombre de terceros, buscando contrapartidas en el mercado.
- Realizando las anotaciones correspondientes por orden conjunta de las partes contratantes.

2. En el momento de la formalización de cada orden se establecerá la fecha-valor de la operación, que se corresponderá con la fecha en que se efectúe la transmisión en los términos definidos en el número dos del artículo octavo del RD para las compraventas simples al contado y las compraventas iniciales de las operaciones con pacto de recompra, dicha fecha no podrá ser posterior al quinto día hábil siguiente a la fecha corriente, ni anterior —como consecuencia de lo dispuesto en el punto 1 de la norma tercera— al siguiente día hábil.

Asimismo, se establecerá la fecha del compromiso de recompra en las operaciones en que exista tal pacto a plazo fijo, o la fecha que se considere como final del período de opción en el que habrá de ejecutarse el compromiso de recompra, en las que se formalicen con pacto a la vista.

3. Cuando la Entidad Gestora actúe ofreciendo contrapartida en nombre propio, la totalidad de las condiciones de la operación serán concretadas y cerradas en el momento de la formalización de la orden.

En estos casos, la entidad se obligará a cotizar públicamente cambios, comprador y vendedor, de las emisiones en que esté dispuesta a operar, para las operaciones de compraventa simple al contado, y tipos de interés equivalentes para las compraventas con pacto de recompra a fecha fija en los plazos que esté dispuesta a operar. En las operaciones con pacto a la vista, cotizará tipo de interés y período máximo para el pacto.

Las anteriores cotizaciones no deberán incluir comisiones o gastos y obligarán a la Entidad Gestora en la forma establecida en el punto 8 del artículo 10.º de la OM.

4. Cuando la Entidad Gestora actúe como comisionista, las condiciones de la operación se estipularán con el comitente en términos de un precio o tipo de interés de referencia, que podrá referirse a la fecha de transmisión del valor, y de la comisión que sobre aquéllos se convenga.

5. Las entidades gestoras, a través del Comité Técnico Interbancario, normalizarán los impresos sobre los que se formalicen las órdenes recibidas de los clientes. En los mismos deberán figurar los datos necesarios para cumplimentar los registros configurados en la norma primera, o las estipulaciones que, de acuerdo con lo establecido en el punto anterior, permitan su determinación.

6. Los precios aplicados a las operaciones con pacto de recompra se atenderán a los criterios establecidos en las circulares 7/87 y 8/87 para este tipo de operaciones.

7. Las liquidaciones de efectivo deberán efectuarse con fecha-valor coincidente con la fecha de transmisión de los valores, debiendo llevarse a cabo, si procede, compensaciones por las provisiones de fondos realizadas por los clientes en fechas anteriores a aquélla, o liquidarse gastos por la gestión bancaria de los instrumentos de pago utilizados para la liquidación.

Las entidades gestoras podrán solicitar provisiones de fondos desde el momento de la aceptación de los órdenes de compra cursadas por sus clientes.

8. La obligación de hacer públicas las cotizaciones por parte de las entidades gestoras, que se menciona en el punto 3, se entenderá cumplida cuando las mismas estén a disposición de la clientela, pudiendo ser difundidas por los sistemas electrónicos de cotización disponibles y cualquier otro que goce de una difusión suficiente.

Las entidades gestoras tendrán, igualmente, la obligación de dar difusión a los últimos cambios registrados en el mercado organizado por la Central de Anotaciones, en los términos que establezca la Oficina de Operaciones del Banco de España.

NORMA QUINTA. Traspasos

El cliente titular de deuda anotada en una Entidad Gestora, no sujeta a compromisos o trabas, podrá solicitar el traspaso de su saldo a otra Entidad Gestora bajo alguna de las siguientes fórmulas:

1. Dirigiendo la orden a su actual Entidad Gestora

La orden deberá contener los datos de identificación del saldo de valores, titularidad y Entidad Gestora destinataria.

La entidad receptora de la orden deberá fijar la fecha-valor del traspaso dentro de los siete días hábiles siguientes y transmitir a la destinataria los datos identificativos del saldo de valores y titularidad, junto a la mencionada fecha-valor.

2. Dirigiendo la orden a la Entidad Gestora destinataria

La orden deberá contener los datos de identificación del saldo de valores, titularidad y Entidad Gestora original.

La entidad receptora de la orden deberá fijar la fecha-valor del traspaso dentro de los siete días hábiles siguientes y transmitir a la de origen los datos identificativos del saldo de valores y titularidad junto a la mencionada fecha-valor, recabando su conformidad.

En la fecha-valor establecida las entidades gestoras original y destinataria darán de baja y alta respectivamente los registros correspondientes. En la misma fecha ordenarán al Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, en la forma establecida en el Manual del mismo, una transferencia entre las correspondientes cuentas de valores por el importe agregado de los traspasos correspondientes a dicha fecha.

Las entidades gestoras, a través del Comité Técnico Interbancario, normalizarán los impresos sobre los que se documenten las órdenes de traspaso recibidas de los clientes.

NORMA SEXTA. Tarifas

Las entidades gestoras establecerán las tarifas de comisiones a aplicar a sus clientes por la gestión de saldos de valores de deuda anotada. Dichas tarifas figurarán en epígrafe aparte dentro de las generales de la entidad y estarán sujetas a las condiciones de publicidad y comunicación al Banco de España establecidas para las entidades de depósito en la circular 15/87.

NORMA SEPTIMA. Criterios cautelares de actuación

Las entidades gestoras se regirán por criterios de máxima prudencia a la hora de establecer límites propios para el nivel global de riesgos asumidos en cada momento, delimitando los diferentes tipos de riesgos

e implantando sistemas flexibles de detección y seguimiento de la evolución de los mismos, de forma que queden suficientemente salvaguardadas la liquidez y solvencia de la entidad.

NORMA FINAL

1. La presente circular entrará en vigor el día 15 de junio. La oficina de Operaciones trasladará a los interesados las resoluciones que adopte la Dirección General del Tesoro y Política Financiera concediendo la condición de Entidad Gestora. Asimismo, dicha oficina indicará a estas entidades las fechas de inicio de las comunicaciones a que se hace referencia en la norma Tercera.

2. Las dudas relacionadas con la aplicación de esta circular deberán formularse ante la sección de Deuda Pública de la oficina de Operaciones.

ANEXO I

CARACTERÍSTICAS DE LOS CONCEPTOS REGISTRADOS

1. Código de Entidad Gestora asignado por la Central de Anotaciones (4 dígitos).
2. Código de valor asignado por la Central de Anotaciones (5 dígitos).
3. Número correlativo para cada fecha y código de valor (4 dígitos).
4. DNI o CIF.
5. Nombre o razón social.
6. Dirección.
7. Código de actividad del comitente con arreglo a la clasificación que figura en el anexo 2 (2 dígitos).
8. Clase de operación con arreglo a la clasificación que figura en el anexo 2 (dos dígitos).
9. Clase de intermediación en operaciones de mercado secundario, según anexo 2 (un dígito).
10. Fecha-valor de la operación (ddmmaa) asignada, de acuerdo con lo establecido en las normas cuarta y quinta.
11. Importe nominal en pesetas, múltiplos de nominal unitario establecido en las condiciones de emisión.
12. Importe efectivo en pesetas.
13. Fecha del compromiso de recompra (ddmmaa). A cumplimentar en las operaciones de compraventa con pacto de recompra.
14. Importe efectivo pactado para la recompra. A cumplimentar en las operaciones de compraventa con pacto de recompra en fecha fija; recoge el precio pactado en pesetas.
15. Tipo de interés pactado en las operaciones con pacto a la vista (dos enteros y dos decimales).
16. Fecha de cancelación (ddmmaa). A cumplimentar en la fecha de baja del registro, de acuerdo con lo establecido en las normas cuarta y quinta.
17. Clase de cancelación con arreglo a la clasificación que figura en el anexo 2 (3 dígitos).
18. Clase de intermediación en las bajas por operaciones de mercado secundario, según anexo 2 (un dígito).
19. Importe nominal cancelado, que podrá ser igual o inferior al importe nominal del campo 11. Si resultara inferior, quedará cancelado el presente registro, dándose de alta a uno nuevo por la diferencia, es decir, por la parte que no es objeto de baja. Este nuevo registro será dado de alta con su código de operación específico (03).
20. Importe efectivo cancelación en pesetas. A cumplimentar en la fecha de baja del registro.
21. Observaciones. A cumplimentar como aclaración a los campos anteriores, siempre que resulte necesario, sea para acotar o matizar la titularidad, la movilidad o las condiciones estipuladas.

Los tres primeros campos constituirán el número del resguardo, y, unidos a la fecha-valor (campo 10) que también será transcrita en el mismo, proporcionarán su completa identificación.

ANEXO II

1. Códigos de actividad (campo 7 del registro)

Banca privada	00
Cajas de Ahorros	02
Cajas Rurales y Cooperativas de Crédito	04
Crédito Oficial	06
Sociedades Mediadoras	08
Entidades Financieras (Entidades de Financiación y Entidades Factoring)	10
Sociedades de Crédito Hipotecario (incluyendo Fondos de Regulación)	14
Empresas de arrendamiento financiero «leasing»	18
Instituciones de Inversión colectiva de carácter financiero (Fondos de Inversión, Sociedades de Inversión y Sociedades Gestoras)	20
Fondos de Pensiones	21
Sociedades y Fondos de Capital Riesgo	24
Sociedades de Garantía recíproca y sociedad mixta del segundo aval	28
Agentes mediadores oficiales y sus Juntas Sindicales	30
Empresas de seguros residentes y Consorcio de Compensación de Seguros	40
Mutualidades de previsión social	44
Administraciones de Seguridad Social	50
Organismos autónomos de la Administración del Estado no incluidos en los códigos 40 y 50, y entes públicos	52
Comunidades Autónomas y sus organismos autónomos	54
Corporaciones Locales	56
Empresas residentes no incluidas en los grupos anteriores (públicas y privadas)	60
Fundaciones e instituciones sin fines de lucro	65
Personas físicas residentes no comprendidas en otros grupos	70
No residentes	90

2. Códigos de Operación

2.1. ALTAS (campo 8 del registro)

Suscripción en emisión	01
Cancelación parcial de un registro anterior	03
Compra al contado	04
Compra a plazo	05
Compra con compromiso de reventa a fecha fija	06
Compra con compromiso de reventa a la vista	07
Recompra procedente de pacto a fecha fija	08
Recompra procedente de pacto a la vista	09
Transformación de títulos valores	10
Traspaso de otra Entidad Gestora	11
Traspaso del sistema bursátil	12
Cancelación de inmovilización en la Central	13

2.2. BAJAS (campo 17 del registro)

Amortización final	01
Amortización opcional	02
Canje	03
Venta al contado	04
Venta a plazo	05
Venta con compromiso de recompra a fecha fija	06
Venta con compromiso de recompra a la vista	07
Reventa procedente de pacto a fecha fija	08
Reventa procedente de pacto a la vista	09
Transformación a títulos valores	10

Traspaso a otra Entidad Gestora	11
Traspaso al sistema bursátil	12
Inmovilización en la Central	13

3. Clase de Intermediación en Operaciones de Mercado Secundario (campo 9)

Contrapartida en nombre propio	1
Como comisionista	2
Orden conjunta de las partes contratantes	3

En las altas que no procedan del mercado secundario, el campo irá con un 0.

ORDEN DE 11 DE JUNIO DE 1987 POR LA QUE SE DISPONE LA EMISION DE DEUDA DEL TESORO, FORMALIZADA EN LETRAS DEL TESORO, DURANTE 1987 Y SE MODIFICAN PARCIALMENTE LAS ORDENES DE ESTE MINISTERIO DE 8 Y 22 DE ENERO Y DE 19 DE MAYO DE 1987 (CORRECCIONES DE ERRORES, BOE NUM. 180, 29 DE JULIO DE 1987, INCLUIDAS EN EL TEXTO)

La Ley 21/1986, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1987, en su artículo 38, dos, b), autorizó al Ministro de Economía y Hacienda a realizar, dentro del marco vigente y de las directrices señaladas por el Gobierno, nuevas modalidades de endeudamiento, adaptándose a las prácticas habituales en los mercados financieros nacionales o extranjeros apropiadas para el objetivo previsto.

El Real Decreto 2.640/1986, de 30 de diciembre, que dispuso la emisión de cédulas para inversiones y de Deuda del Estado y del Tesoro durante 1987, estableció en la letra c) del artículo 13 que, en las nuevas modalidades de endeudamiento a las que se refería la letra b) del número dos del artículo 38 de la Ley 21/1986, el Ministro de Economía y Hacienda determinaría la representación, el plazo, denominación comercial, procedimientos de emisión y demás características atendiendo a la necesaria homogeneidad en los procedimientos con las deudas existentes de la misma clase y a la cobertura de nuevos segmentos del mercado.

Finalmente, el número dos del artículo 11 del Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispuso la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado, estableció que, en virtud de lo dispuesto en el artículo 8.º, 1, a), de la Ley 14/1985, de 29 de mayo, estarían exentos de retención los rendimientos de la Deuda emitida por el Tesoro, representada en anotaciones en cuenta, con rendimiento exclusivamente implícito que fuera utilizada como instrumento regulador de intervención en los mercados monetarios, prescribiendo que el valor nominal unitario de cada una de esas anotaciones habría de ser de 1.000.000 de pesetas.

En virtud de lo que antecede, y siendo conveniente para la flexible ejecución de la política monetaria dis-

poner de un instrumento a corto plazo, emitido por el Tesoro Público, con el que completar los medios de regulación de la intervención en los mercados monetarios, he tenido a bien disponer:

1. La Dirección General del Tesoro y Política Financiera, en nombre del Estado, emitirá hasta el 31 de diciembre de 1987 Deuda del Tesoro, formalizada en Letras del Tesoro, sin que, sumando los volúmenes que de la misma se emitan a los emitidos o que puedan serlo durante 1987 de otras modalidades de Deuda del Estado o del Tesoro, de cédulas para inversiones, así como de préstamos que se concierten en dicho año con instituciones financieras, incrementen el saldo vivo a 31 de diciembre de 1987 de la Deuda en más de un billón cuatrocientos diez mil millones de pesetas, respecto al saldo vivo en enero del mismo año. El límite citado será aplicable al término de 1987, pudiendo ser sobrepasado en el curso del año y será automáticamente revisado por el importe de las modificaciones netas de créditos presupuestarios correspondientes a los capítulos I a VIII.

Para la definición de los saldos se estará a lo dispuesto en la letra b) del número 1 del artículo 38 de la Ley 21/1986, de Presupuestos Generales del Estado para 1987.

2. Finalidad de la Deuda.—La Deuda del Tesoro, formalizada en Letras del Tesoro, será emitida para su uso como instrumento regulador de la intervención en los mercados monetarios, según lo previsto en el número 2 del artículo 11 del Real Decreto 505/1987, sin perjuicio de que los fondos obtenidos por su emisión sean utilizados para atender las necesidades de financiación del Estado o para la consecución de los objetivos generales de política económica.

3. Representación de la Deuda:

3.1. De acuerdo con lo dispuesto en la letra a) del número 6 del artículo 38 de la Ley 21/1986 y en el artículo 13 del Real Decreto 2.640/1986, y en el artículo 11 y disposición adicional del Real Decreto 505/1987, las Letras del Tesoro estarán representadas exclusivamente en anotaciones en cuenta, dentro del sistema establecido por el citado Real Decreto 505/1987 y la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 19 de mayo de 1987.

3.2. El valor nominal unitario de las anotaciones

representativas de las Letras del Tesoro será de 1.000.000 de pesetas.

4. Suscripción de la Deuda.—En virtud de lo dispuesto en el artículo 11 del Real Decreto 2.640/1986, las Letras del Tesoro podrán ser adquiridas por cualquier persona física o jurídica, en las condiciones previstas en el número 6 de esta Orden.

5. Características de la Deuda:

5.1. Procedimiento de emisión.—La emisión se realizará por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera por uno de los procedimientos siguientes:

5.1.1. Mediante el sistema de subasta competitiva, de acuerdo con el procedimiento establecido en el número 6 de la presente Orden.

5.1.2. De acuerdo con lo establecido en el artículo 38, número 6, letra c), de la Ley 21/1986, asignando parte o la totalidad de una emisión de Letras del Tesoro directamente al Banco de España, sin subasta previa, al precio que se convenga por el citado Banco y el Director general del Tesoro y Política Financiera. Dicho precio habrá de ser aprobado por este Ministerio, salvo que sea el correspondiente, habida cuenta del tiempo transcurrido, al tipo de interés marginal registrado en la última subasta celebrada para Letras del Tesoro de plazo similar, y siempre que desde la misma no hubiese transcurrido más de un mes.

5.2. Régimen fiscal:

5.2.1. Los rendimientos de las Letras del Tesoro estarán sujetos al régimen fiscal establecido en el número 2 del artículo 11 del Real Decreto 505/1987.

5.2.2. La Dirección General del Tesoro y Política Financiera, la Central de Anotaciones y las Entidades Gestoras habrán de cumplir las obligaciones de información a la Administración Tributaria en los términos establecidos en el número 4 del artículo 11 del mencionado Real Decreto y en el artículo 18 de la Orden de 19 de mayo de 1987.

5.2.3. Según lo establecido en el número 19 del artículo 48, 1, b), del texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, la creación y posterior transmisión de las Letras del Tesoro que se emitan estarán exentas en la modalidad de dicho Impuesto que grava las transmisiones onerosas.

5.2.4. De acuerdo con lo establecido en el artículo 38, dos, letra A), de la Ley 21/1986, de Presupuestos Generales del Estado para 1987, la Deuda del Tesoro mantendrá su característica de valores no aptos para dar derecho a desgravaciones fiscales cualquiera que fuera su plazo de amortización.

5.3. Plazo de amortización:

5.3.1. Las Letras del Tesoro se podrán emitir a cualquier plazo no superior a dieciocho meses. En las resoluciones que dispongan la realización de cada subasta se determinarán las fechas de emisión y de amortización de las Letras del Tesoro que se emitan.

5.3.2. En el supuesto de adjudicación directa al

Banco de España, los plazos de amortización se fijarán de manera que, para las Letras emitidas por el procedimiento previsto en el número 5.1.2, las fechas de amortización coincidan con las de las emitidas en la última subasta de letras de plazo similar, salvo que haya fijado otro plazo el Ministro de Economía y Hacienda.

5.3.3. En virtud de lo establecido en el artículo décimo del Real Decreto 2.640/1986, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 38.2, c) y e), de la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1987, el Director general del Tesoro y Política Financiera, previo informe del Banco de España, podrá disponer la amortización anticipada de las Letras del Tesoro que se encuentren en la cartera de dicho Banco en virtud de compra a vencimiento, habilitando, si fuera preciso, los créditos correspondientes en el Presupuesto del Estado.

El precio de reembolso será el medio registrado en el día en el mercado organizado por la Central de Anotaciones para valores de la misma emisión. En su defecto, se determinará mediante la fórmula:

$$P = \frac{1.000.000}{1 + \frac{ti}{360}}$$

Donde P es el precio de reembolso, t es el número de días que faltan hasta el término del plazo por el que fueron emitidas e i es el interés, en tanto por uno, implícito en el precio medio registrado el último día de negociación de tales valores en el mercado citado.

5.4. Otras características.—Las Letras del Tesoro emitidas en virtud de la presente Orden podrán utilizarse en afianzamientos de todas clases, a excepción de los que se presten ante el Estado u Organismos públicos. Podrán, no obstante, utilizarse como garantía en operaciones de crédito realizadas con el Banco de España, computándose la Deuda por el valor que éste determine. Para la constitución de estas garantías podrá utilizarse el procedimiento de inmovilización de saldos que, de acuerdo con lo dispuesto en el punto 2 del artículo 17 de la Orden de 19 de mayo de 1987, tenga establecido la Central de Anotaciones. En su uso para cobertura de provisiones técnicas de las Entidades de Seguros se estará a lo dispuesto en el artículo 64 del Real Decreto 1.348/1985, de 1 de agosto. No serán activos computables para la materialización del mínimo de inversiones obligatorias a que se refiere el número 2 del artículo 3.º del Real Decreto 321/1987, de 27 de febrero.

La Deuda que se emita por esta Orden tendrá las garantías, inmunidades y privilegios de las Deudas del Estado.

De acuerdo con lo dispuesto por el artículo 38, número 4, letra d), de la Ley 21/1986, en la suscripción, transmisión o negociación de las Letras del Tesoro reguladas por esta Orden no será necesaria la intervención de fedatario público.

6. Procedimiento de suscripción y adjudicación de las Letras del Tesoro emitidas por subasta.

6.1. Fechas de celebración de las subastas.—Las Letras del Tesoro se subastarán tantas veces como sea preciso para cumplir las finalidades establecidas en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1987, bien sea mediante subastas ordinarias, bien mediante subastas especiales. Las primeras tendrán lugar cada dos semanas; las segundas serán las que, con tal carácter y fuera de la periodicidad señalada para las ordinarias, se convoquen.

Tanto unas como otras se convocarán mediante Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, que se publicará en el *Boletín Oficial del Estado*.

6.1.1. Contenido de las Resoluciones.—Las Resoluciones de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera por las que se convoquen subastas ordinarias determinarán, cuando menos:

- a) Las fechas de emisión y amortización de las Letras del Tesoro que se emitan.
- b) La fecha y hora límite de presentación de peticiones en las oficinas del Banco de España.
- c) La fecha de resolución de las subastas.
- d) La fecha y hora límite de pago de las Letras del Tesoro adjudicadas en las subastas.
- e) El importe nominal exento de prorrateo.

Las Resoluciones de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera por las que se convoquen subastas especiales determinarán, además de las condiciones expuestas en el párrafo precedente, las siguientes:

- a) El carácter especial de la subasta.
- b) El valor nominal mínimo de las peticiones.
- c) La posibilidad o imposibilidad de presentación de peticiones no competitivas.

6.1.2. Publicidad de las Resoluciones.—El Banco de España difundirá el contenido de las Resoluciones sobre celebración de subastas, mediante anuncios en los medios de comunicación y en sus propias oficinas, siguiendo las instrucciones de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

6.2. Valor nominal mínimo de las peticiones.—Cada postor podrá presentar peticiones para las Letras del Tesoro que se emitan por un valor nominal mínimo de 1.000.000 de pesetas y formuladas en múltiplos de dicho importe.

En las subastas especiales, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera podrá elevar el valor nominal mínimo de las peticiones en un múltiplo del valor señalado en el párrafo anterior, sin que exceda de 1.000 millones de pesetas.

6.3. Clases de peticiones.—Se podrán formular las dos clases de peticiones siguientes:

6.3.1. Peticiones no competitivas.—Son aquellas en las que no se indica precio. El importe máximo de cada petición no competitiva no podrá exceder de 25.000.000 de pesetas, no pudiendo cada postor presentar más de una petición.

6.3.2. Peticiones competitivas.—Son aquellas en

las que se indica el precio que se está dispuesto a pagar por cada Letra, expresado en tanto por ciento con dos decimales, el último de los cuales habrá de ser cero o cinco. Las peticiones de esta clase que no especifiquen el precio ofrecido se considerarán nulas a todos los efectos. Podrán presentarse tantas peticiones competitivas como se desee.

6.4. Presentación y contenido de las propuestas.—Tanto una como otra clase de peticiones se presentarán en las oficinas del Banco de España, directamente o a través de una Entidad Gestora, observando los formatos y procedimientos que el citado Banco establezca para la Central de Anotaciones y utilizando los impresos y sobres que el Banco facilitará cuando el presentador no sea titular de cuentas en la Central. En este último caso el Banco de España entregará acuse de recibo de las peticiones presentadas y comunicará las anotaciones en cuenta adjudicadas a la Entidad Gestora designada como depositaria. Las peticiones de los suscriptores que no sean titulares de cuentas en la Central de Anotaciones que se presenten directamente en las oficinas del Banco de España, deberán acompañarse de un resguardo justificativo de haber depositado en las mismas el 2 por 100, como mínimo, del nominal solicitado, salvo que se trate de peticiones de reinversión. Las peticiones competitivas se presentarán en sobre cerrado.

Los depósitos anteriormente mencionados se constituirán a disposición del Director general del Tesoro y Política Financiera. En el caso de que el pago se haga efectivo en la fecha indicada en la Resolución, el importe a ingresar por las Letras adjudicadas se minorará en el importe correspondiente al depósito previo. En el caso de que la subasta se declare desierta se devolverá al peticionario el depósito previamente constituido.

6.5. Resolución de las subastas.

6.5.1. Competencia y publicidad.—La resolución de las subastas se acordará por el Director general del Tesoro y Política Financiera, a propuesta de una Comisión integrada por el Subdirector general de Deuda Pública o, en su sustitución, por el Subdirector general del Tesoro y por el Interventor de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera o personas en quienes deleguen en calidad de representantes de la citada Dirección General, y por dos representantes del Banco de España. El resultado de la resolución de la subasta se publicará por el Banco citado y por sus propios medios antes de las doce horas del día de su celebración y posteriormente a través de los medios que oportunamente se determinen.

La publicación del resultado de la subasta incluirá, cuando menos, el importe nominal solicitado, el importe nominal adjudicado, el precio mínimo aceptado, el precio medio ponderado de las peticiones aceptadas, el precio o precios a pagar por las Letras adjudicadas y el tipo de interés efectivo equivalente implícito en los precios medio ponderado y mínimo aceptado, calculado mediante la fórmula que figura en el apartado 5.3.3. cuando las Letras fuesen a plazo igual

o inferior a 376 días y cuando fuesen a plazo superior, mediante la fórmula siguiente:

$$P = \frac{1.000.000}{\frac{t}{(360)}(1 + i)}$$

6.5.2. Criterios.—La resolución de las subastas se ajustará a los siguientes criterios:

Recibidas las solicitudes y cerrado el plazo de presentación de peticiones correspondientes a cada subasta, el Director general del Tesoro y Política Financiera, a propuesta de la Comisión indicada en el punto 6.5.1 anterior, determinará, una vez clasificadas las peticiones competitivas de mayor a menor precio ofrecido, el volumen nominal que desea emitir, fijándose así el precio mínimo aceptado de esta clase de peticiones, y quedando, por consiguiente, automáticamente adjudicadas todas las peticiones cuyo precio ofrecido fuese igual o mayor que el mínimo aceptado, salvo que para dicho mínimo se decidiese limitar la adjudicación. En este último caso, una vez fijado el importe nominal exento de prorrateo al precio mínimo ofrecido, se efectuaría un reparto proporcional a los nominales no exentos de cada una de estas peticiones. El precio a pagar por las Letras del Tesoro correspondientes a las peticiones competitivas que hayan resultado aceptadas en la subasta será el precio ofrecido, cuando éste fuese inferior al precio medio ponderado redondeado por exceso a tres decimales, y éste, cuando el precio ofrecido fuese igual o mayor.

Las peticiones no competitivas se aceptarán en su totalidad siempre que haya sido aceptada alguna petición competitiva. El precio de adjudicación de las Letras del Tesoro correspondientes a esta clase de peticiones será al precio medio ponderado redondeado por exceso a tres decimales.

6.6. Forma de pago.—En la fecha de emisión, los importes efectivos de las peticiones adjudicadas se adeudarán en las cuentas corrientes de efectivo designadas como domiciliarias. Cuando los adjudicatarios hubieren presentado las peticiones directamente en el Banco de España, el pago deberán efectuarlo en las oficinas de dicho Banco antes de las trece horas del día señalado como fecha de emisión, mediante orden de adeudo en cuenta corriente de efectivo en el Banco de España o mediante cheque contra cuenta corriente en entidad de depósito de la plaza. El Banco de España entregará a los suscriptores un recibo acreditativo del ingreso correspondiente a las Letras del Tesoro que les hayan sido adjudicadas y situará éstas en la cuenta de terceros de la Entidad Gestora designada por el solicitante si éste no fuese titular de cuentas en la Central de Anotaciones.

7. Contabilización de operaciones y gastos de emisión.

7.1. Contabilización de operaciones.

7.1.1. De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 38, número 5, de la Ley 21/1986, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1987, el producto de la emisión de las Letras del Tesoro se aplicará al capítulo IX del Presupuesto de Ingresos del Estado; la amortización y los gastos por intereses y conceptos anexos se aplicarán, dentro del programa 011A, a los capítulos IX y III, respectivamente, del Presupuesto de Gastos.

7.1.2. Los pagos por amortización, incluidos los intereses implícitos, de Letras del Tesoro se realizarán con arreglo a lo dispuesto en los números primero, segundo y tercero de la Orden de este Ministerio de 19 de julio de 1985. No será, por tanto, de aplicación el procedimiento establecido con carácter general en el número 2 del artículo 15 de la Orden de 19 de mayo de 1987.

7.2. Gastos de emisión.—El Banco de España rendirá cuenta de los gastos, imputables al Estado, inherentes a la emisión, negociación y amortización—incluidos los de anuncios de convocatoria y resultado de subastas— de las Letras del Tesoro, que justificará debidamente a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, quien la elevará con su informe a la aprobación de este Ministerio.

8. Autorizaciones.

Se autoriza a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera para acordar y realizar los gastos de publicidad y demás que origine la presente emisión de Deuda y para adoptar las medidas y resoluciones que requiera la ejecución de la misma.

DISPOSICION TRANSITORIA

Dada su representación exclusivamente en anotaciones en cuenta, la adquisición y negociación de las Letras del Tesoro estará inicialmente condicionada a las posibilidades permitidas por la gradual implantación y desarrollo del sistema de anotaciones en cuenta.

DISPOSICIONES ADICIONALES

Primera.—1. A partir del momento en que se inicie la emisión de Letras del Tesoro dejarán de realizarse subastas de Pagarés del Tesoro y su forma de emisión será la siguiente: Con antelación suficiente a cada vencimiento, el Director general del Tesoro y Política Financiera publicará en el *Boletín Oficial del Estado* Resolución en la que se fijen las fechas de emisión y de amortización, las fechas tope de solicitud y de desembolso de los nuevos Pagarés del Tesoro y el precio a pagar, con indicación del tipo de interés equivalente, calculado conforme se establece en el apartado 6.5.1. de esta Orden. A este precio se aceptará la totalidad de las solicitudes presentadas, salvo que el Director general citado hubiera fijado en aquella Re-

solución un importe máximo a emitir. El prorrato, en su caso, se aplicará sólo a las peticiones en cuanto excedan de 2.000.000 de pesetas nominales.

2. El Banco de España difundirá el contenido de las Resoluciones por las que se establezcan las condiciones de las nuevas emisiones de Pagarés del Tesoro, así como del resultado de las mismas, mediante anuncios en los medios de comunicación y en sus propias oficinas.

3. Las peticiones de suscripción se presentarán en el Banco de España, bien directamente, bien a través de las Entidades delegadas del Tesoro. El importe efectivo de las solicitudes que se presenten directamente en el Banco de España por quienes no sean ni Entidad delegada ni Intermediario financiero deberá desembolsarse en su totalidad en el momento de su presentación. Si la adjudicación diere lugar a prorrato, el Banco procederá a la devolución del importe ingresado en exceso mediante abono en la cuenta señalada al efecto.

Los intermediarios financieros y las Entidades delegadas ingresarán en la fecha de desembolso el importe efectivo de los Pagarés que hayan sido adjudicados a las peticiones presentadas por ellos.

El Banco de España entregará a los suscriptores un recibo acreditativo del ingreso correspondiente a los Pagarés del Tesoro que les hayan sido adjudicados y situará, en su caso, en la Entidad delegada designada depositaria los que hayan sido adjudicados a peticiones presentadas directamente en el mismo por solicitante que no sea intermediario financiero ni Entidad Delegada.

4. Los Pagarés del Tesoro conservarán las características que establece la Orden de 8 de enero de 1987, de la que quedan derogados el número 5 y el apartado 4.1, y, en general, cuanto se oponga a lo establecido en el número anterior. La referencia que en el apartado 4.1.2 de la misma Orden se hace a la última subasta habrá de entenderse referida a la última emisión.

5. Se autoriza al Director general del Tesoro y Política Financiera para adoptar las medidas y resoluciones que requiera la ejecución de lo previsto en esta disposición adicional.

Segunda.—El apartado 3.3.1 de la Orden de este Ministerio de 22 de enero de 1987, por la que se dispuso la emisión de Bonos del Estado durante 1987, queda redactado como sigue:

«3.3.1. Mediante subasta competitiva, según se establece en el número 4.5. Esta podrá ir seguida de un período de suscripción pública al que se refiere el apartado 4.6, para el que el Director general del Tesoro y Política Financiera podrá destinar Bonos por un importe nominal no superior al atribuido en la subasta; si bien, cuando la demanda supere dicha cifra, podrá ampliar el importe emitido hasta llegar a atender aquélla incluso en su totalidad.»

Tercera.—La disposición transitoria de la Orden de este Ministerio de 19 de mayo de 1987 queda redactada como sigue:

«1. La autorización de las operaciones de compra-venta simple a plazo entre las Entidades gestoras y sus comitentes queda condicionada a la organización previa del mercado a plazo entre titulares de cuentas en la Central de anotaciones y la ulterior decisión de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera. A la vista de la experiencia adquirida, este Centro directivo regulará los requisitos de dichas operaciones y en particular establecerá las garantías necesarias para el mejor funcionamiento del mercado y la protección de los inversores.

2. De conformidad con lo establecido en el número 2 del artículo 8.º del Real Decreto 505/1987, los valores de Deuda del Estado anotada vendidos por las Entidades gestoras a sus comitentes con pacto de recompra no podrán estar sujetos a obligaciones de reventa anteriormente contraídas por la Entidad vendedora, hasta que la Central de Anotaciones establezca los mecanismos complementarios de información y control que permitan asegurar la supervisión del sistema y la protección de los inversores, y la Dirección General del Tesoro y Política Financiera así lo autorice a la vista de la experiencia adquirida. Esta restricción operativa no se aplicará a las emisiones de Deuda del Tesoro representadas en anotaciones en cuenta, para las que el Banco de España establecerá las obligaciones complementarias de información de las Entidades gestoras a la Central de Anotaciones.»

DISPOSICION FINAL

La presente Orden entrará en vigor el mismo día de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

CIRCULAR DEL BANCO DE ESPAÑA NUM. 21/1987, DE 16 DE JUNIO. ENTIDADES DE DEPOSITO Y OTROS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS. DEUDA DEL TESORO

La OM de 11 de junio de 1987 dispone la emisión de un nuevo instrumento de deuda del Tesoro denominado letra del Tesoro. En la misma, se establecen las características de este activo financiero, entre ellas la forma de materialización, el valor nominal unitario, el régimen fiscal y su aptitud para la constitución de fianzamientos.

La letra del Tesoro queda definida, de conformidad con lo allí establecido, como un activo emitido al descuento a plazos iguales o inferiores a dieciocho meses, por el procedimiento de subasta, y materializado exclusivamente en anotaciones en cuenta. La gestión, tenencia y transmisión de los derechos representados

en letras del Tesoro se producirán, por tanto, en el ámbito normativo definido por el Real Decreto 505/1987 por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado. Son de aplicación a las letras del Tesoro, en consecuencia, las disposiciones dictadas en desarrollo del mencionado Real Decreto y, en particular, las que, dentro del ámbito de las delegaciones previstas, el Banco de España ha dictado en las circulares 16/87 y 20/87. No obstante, las letras del Tesoro presentan algunas peculiaridades en relación al conjunto de las emisiones del Estado y ello demanda el establecimiento de disposiciones complementarias, que son objeto de esta circular. En concreto, la exclusividad de la anotación en cuenta como forma de materialización de las letras, y las diferentes restricciones a que se ven sujetas las entidades gestoras en sus operaciones con clientes en el ámbito de las compraventas con compromiso de recompra, de acuerdo con lo establecido en el número 2 de la disposición transitoria de la OM de 19 de mayo de 1987 (*Boletín Oficial del Estado* de 13 de junio de 1987), reclaman estas disposiciones.

La OM antes citada también modifica el régimen de emisión de los pagarés del Tesoro, cuyas restantes características se mantienen en los términos definidos en la OM de 8 de enero de 1987 y Resoluciones de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de 16 de abril de 1982, y 5 de abril de 1984, por lo que se hace preciso adaptar el contenido de la circular 13/84 sobre esta materia.

Por todo lo anterior el Banco de España ha dictado las siguientes normas:

NORMA PRIMERA. General

El régimen de incorporación a la Central de Anotaciones de las letras del Tesoro se realizará de acuerdo con lo establecido en la circular 16/87 y lo dispuesto en las correspondientes normas de esta circular. Las entidades gestoras se sujetarán a lo dispuesto en la circular 20/87 y en las correspondientes normas de esta circular.

Las letras del Tesoro, al estar emitidas en anotaciones en cuenta con carácter exclusivo, no son susceptibles de operaciones de transformación a títulos-valores.

Las diferentes emisiones de letras del Tesoro se identificarán exclusivamente por los seis dígitos de su fecha de vencimiento [ddmmaa], de tal modo que dos emisiones realizadas en fechas distintas con un mismo vencimiento se considerarán, a efectos operativos, como una sola emisión y sus saldos serán indistintos. En consecuencia, el segundo campo de registro mencionado en la norma primera, y el anexo 1 de la circular 20/87, deberá adaptarse, en estos casos, a este tipo de codificación.

NORMA SEGUNDA. Emisión

La emisión de letras del Tesoro se realizará por el sistema de subastas competitivas al descuento. Existirán dos clases de subastas: las ordinarias, que se celebrarán regularmente cada dos semanas, y las especiales, que serán las que con tal carácter y fuera de la periodicidad mencionada se convoquen en las condiciones que en cada caso se determinen. Su celebración se anunciará públicamente en el *Boletín Oficial del Estado*, por Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, y será dada a conocer por el Banco de España, con suficiente antelación, a través de anuncios publicados en la prensa y en otros medios de comunicación, así como en los tablones de anuncios de todas sus oficinas.

La presentación de peticiones competitivas y no competitivas, por parte de los titulares de cuentas en la Central de Anotaciones, será realizada en los horarios y con los formatos que se establecen en el Manual del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero.

Los suscriptores que no sean titulares de cuentas en la Central de Anotaciones podrán presentar sus peticiones, bien directamente en cualquiera de las sucursales del Banco de España, bien a través de alguna entidad gestora. En este último caso, las entidades gestoras transmitirán al Banco de España dichas peticiones en la forma establecida en el Manual antes mencionado.

La presentación de peticiones directamente en cualquiera de las sucursales del Banco de España por los suscriptores que no sean titulares de cuentas en la Central de Anotaciones requerirá el previo ingreso del 2 por 100 del importe nominal solicitado, a cuenta de la liquidación definitiva a realizar el día de la emisión. La presentación deberán realizarse entre la fecha del anuncio de la nueva emisión y la hora de la fecha límite de presentación, señalada en el propio anuncio. Estas peticiones deberán formularse en los impresos destinados al efecto y que estarán disponibles en todas las sucursales del Banco de España. Existirán impresos diferenciados para peticiones competitivas y no competitivas, y, en cualquier caso, será indispensable la designación de la entidad gestora a cuya cuenta serán asignados los saldos de las letras suscritos por los peticionarios.

El importe nominal solicitado en cada petición deberá ser múltiplo del importe nominal unitario, es decir, de un millón de pesetas. En las peticiones competitivas se deberá hacer constar el tanto por ciento efectivo sobre el nominal al que se desee realizar la suscripción. Dicho tanto por ciento deberá ser expresado con dos decimales, el último de ellos cero o cinco.

La resolución de la subasta fijará el precio marginal mínimo de adjudicación y el precio medio ponderado, con tres decimales redondeados por exceso. El precio de emisión de las peticiones no competitivas se corresponderá con este último, en tanto que las competitivas aceptadas se adjudicarán al precio que figure en la petición, si el mismo se encuentra entre los

mencionados marginal y medio, y al precio medio, si el solicitado resultase superior. Las restantes peticiones se considerarán rechazadas, resolviéndose los supuestos de prorrateo de acuerdo con lo dispuesto en la OM de 11 de junio de 1987.

El pago de las peticiones adjudicadas se realizará en la fecha de emisión, mediante adeudo en cuenta de efectivo en los casos de peticiones de titulares de cuentas en la Central de Anotaciones y mediante ingreso de la parte complementaria al 2 por 100 previamente ingresado, en el caso de los no titulares de cuentas. Los ingresos de estos últimos peticionarios deberán realizarse, tanto en lo que se refiere al 2 por 100 como a la parte complementaria, mediante cheque conformado contra cuenta corriente en entidad de depósito de la plaza, cheque contra cuenta corriente en el Banco de España, o efectivo. En la fecha de emisión, el Banco de España procederá a devolver las cantidades ingresadas correspondientes a las peticiones no adjudicadas.

NORMA TERCERA. Comunicaciones con la Central de Anotaciones por saldos de terceros

1. La comunicación diaria de saldos de terceros prevista en la norma octava de la circular 16/87 y la norma tercera de la circular 20/87, adoptará en el caso de la deuda del Tesoro las siguientes características:

A los efectos operativos de las relaciones con la Central de Anotaciones, los movimientos de saldos de terceros únicamente tendrán como contrapartida los saldos de la cuenta propia, aunque los mismos estén sujetos a compromisos de reventa anteriormente contraídos por las entidades gestoras, de conformidad con el número 2 del artículo 8.º del Real Decreto 505/1987 y el número 2 de la disposición transitoria de la Orden Ministerial de 19 de mayo de 1987 (*Boletín Oficial de Estado* del 13 de junio de 1987). Diariamente, y por cada valor, las entidades gestoras deberán agrupar los importes nominales de las altas producidas en sus registros con fecha-valor del día corriente, por «vencimientos». Al importe resultante para cada «vencimiento» se le deducirá el importe nominal de las bajas producidas en sus registros por ventas al contado, o por el ejercicio de opciones de reventa anteriores a la fecha límite del compromiso en operaciones con pacto a la vista. Se entenderá por «vencimiento»: la fecha del pacto de recompra en las operaciones en que tal pacto sea en fecha fija; la fecha límite del compromiso, en el caso de que sea a la vista, y la fecha de amortización, en las ventas al contado.

Los importes netos obtenidos serán comunicados a la Central de Anotaciones, de tal modo que las entidades habrán de comunicar, por cada valor, el detalle de importes nominales y «vencimientos». La Central de Anotaciones procederá a adeudar (abonar si el importe fuera negativo) sobre el saldo de la cartera

propia de la entidad los importes señalados, procediendo automáticamente, en las fechas de «vencimiento» distintas a la de amortización, a efectuar el apunte contrario; es decir, procediendo del mismo modo que en las operaciones de compraventa con pacto de recompra entre titulares de cuentas de valores, con la peculiaridad de que en este caso no se registran contrapartidas de efectivo.

La enumeración de los motivos de altas y bajas a los efectos del cálculo del importe neto serán los señalados en el Manual del Servicio Telefónico para este tipo de comunicaciones. Asimismo, se regirán por dicho Manual los aspectos relativos al horario, formato y procedimiento al que deberán sujetarse estas comunicaciones, teniendo en cuenta que las mismas se producirán en la propia fecha de transmisión del valor.

2. Periódicamente, en la forma que se establece en la norma tercera de la circular 20/87, las entidades que mantengan en sus cuentas saldos de terceros de letras del Tesoro, deberán remitir la información de sus registros a la Central de Anotaciones. Con esta información la Central de Anotaciones comprobará, para cada valor, la coherencia entre los registros vivos de cada entidad y los saldos de terceros separados diariamente, así como los plazos de los compromisos adquiridos; asimismo, publicará información estadística agregada sobre operaciones realizadas y condiciones de negociación.

NORMA CUARTA. Operaciones de mercado secundario de las entidades gestoras con sus clientes

Será de aplicación lo dispuesto en la norma cuarta de la circular 20/87 con la única salvedad de que en las operaciones de contado y en las compraventas iniciales de las operaciones con pacto de recompra, la fecha-valor podrá corresponder con la propia fecha de contratación.

NORMA ADICIONAL

Los apartados 1, 2 y 3 de la norma tercera de la circular 13/84 quedan redactados como sigue:

1. La emisión de pagarés del Tesoro se realizará regularmente cada dos semanas, en las fechas que establezca la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, mediante resolución, y al precio que en la misma se determine. Las peticiones de suscripción deberán ser formuladas con el límite del segundo día hábil anterior a la fecha de emisión.

2. Los intermediarios financieros y las entidades delegadas formularán sus peticiones en los horarios y formatos que se establecen en el Manual del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero. El pago de los

importes suscritos se realizará en la fecha de emisión mediante adeudo en su cuenta de efectivo.

3. El resto de suscriptores podrá formular sus peticiones a través de una entidad delegada o en cualquier sucursal del Banco de España, ingresando, en este segundo caso, en el mismo acto el importe efectivo correspondiente mediante cheque conformado contra cuenta corriente en entidad de depósito de la plaza, cheque contra cuenta corriente en el Banco de España, o en efectivo. Dichas peticiones deberán ser formuladas en los impresos destinados al efecto, y en ellas se hará constar la forma de materialización escogida. En el caso de optar por la materialización en anotaciones en cuenta, será necesaria la designación de la entidad delegada; en el caso de optar por la materialización en títulos fungibles, habrá de señalarse la entidad delegada adherida que se designe como depositaria; si la opción elegida es la de títulos físicos, el peticionario podrá designar la entidad delegada a través de la cual desea recibir los títulos o aquella sucursal del Banco de España en la que se recogerán directamente los pagarés.

NORMA FINAL

1. La presente circular entrará en vigor el día 20 de junio de 1987.

2. Las dudas relacionadas con la aplicación de esta circular deberán formularse ante la sección de Deuda Pública de la Oficina de Operaciones.

RESOLUCION DE 24 DE JUNIO DE 1987, DE LA DIRECCION GENERAL DEL TESORO Y POLITICA FINANCIERA, MEDIANTE LA QUE SE DA CUMPLIMIENTO A LO DISPUESTO EN LOS ARTICULOS 8.º Y 15 DE LA ORDEN DEL MINISTERIO DE ECONOMIA Y HACIENDA DE 19 DE MAYO DE 1987, SOBRE APLICACION DEL SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA PARA LA DEUDA DEL ESTADO.

El artículo 8.º de la Orden de 19 de mayo de 1987 establece la obligación de las Entidades gestoras de anotaciones en cuenta de Deuda de extender y entregar resguardos acreditativos de la formalización de la anotación a nombre del titular de los derechos y encarga a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera el establecimiento de las especificaciones que tales resguardos han de cumplir, así como la homologación, previo informe del Banco de España, de los modelos de los repetidos resguardos que propongan las Entidades gestoras, siempre que las características que reúnan garanticen el buen funcionamiento del sistema y aseguren la defensa de los intereses de los inversores.

El artículo 15 de la mencionada Orden regula la gestión de la Deuda representada en anotaciones en

cuenta y, entre otras, encomienda en su número 2 a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera establecer las normas de asignación de código de valor de la Deuda representada en anotaciones en cuenta, tanto en el momento de la emisión como en las transformaciones. En el número 6 del mismo artículo se dispone que la Dirección General citada desarrollará en el área de su competencia el contenido de los números 3, 4 y 5 que le preceden.

En virtud de lo que antecede, esta Dirección General ha adoptado la siguiente Resolución:

1. De la extensión y entrega de los resguardos.

1.1 En cumplimiento de lo establecido en el artículo 8.º de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 19 de mayo de 1987, las Entidades Gestoras de anotaciones en cuenta de Deuda del Estado o del Tesoro, deberán extender y entregar a sus comitentes titulares de anotaciones en cuenta resguardos acreditativos de la formalización de la anotación en cuenta de la Deuda de la que son titulares.

Los resguardos no serán representativos del valor, ni transmisibles, ni negociables, y sólo acreditarán la formalización de la anotación a favor del comitente titular de la misma y su identificación.

1.2 La extensión de los resguardos habrá de hacerse en el modelo oficial que a petición de la Entidad gestora facilitará el Banco de España.

1.3 a) Cada Entidad gestora habrá de extender y entregar un resguardo siempre que se origine un nuevo registro representativo de Deuda anotada a favor de un comitente de la misma.

b) En los citados resguardos deberá constar: 1. La numeración que los relacione de modo biunívoco con el registro al que corresponden. La numeración estará formada por el código de Entidad gestora, el código de valor y el número correlativo del registro definidos en la norma primera y el anexo I de la Circular 20/1987, de 9 de junio, del Banco de España, y, en lo relativo al código de valor de las Letras del Tesoro, en la norma primera de la Circular 21/1987, de 16 de junio, del citado Banco. 2. El nombre de la Entidad gestora bajo cuya exclusiva responsabilidad se expide. 3. La identificación del comitente titular de la Deuda. 4. La identificación de la Deuda. 5. El capital nominal de la Deuda anotada en el registro al que corresponde el resguardo. 6. La fecha valor de la operación que dé origen a la expedición del resguardo. 7. La fecha de expedición del mismo. 8. La manifestación de haber realizado la comunicación pertinente a la Central de anotaciones, y 9. La condición de intransferible y no negociable del resguardo.

1.4 El resguardo oficial será justificativo de la titularidad de la Deuda anotada en el registro con el que se corresponde en el momento de la expedición de aquél, pero no en ningún momento posterior. No será precisa, por tanto, la anulación del resguardo oficial ni su presentación para realizar operaciones sobre la Deuda a la que el mismo se refiere.

1.5 Las matrices de los resguardos oficiales se mantendrán a disposición del Banco de España hasta que éste disponga su entrega o autorice su destrucción. Cuando la expedición de los resguardos se realice por medios informáticos, las matrices se sustituirán por listados o soportes informáticos, elaborados según normas que establezca el Banco de España, con el mismo contenido que los resguardos y que se mantendrán a disposición de dicho Banco hasta que disponga su entrega o autorice su destrucción.

1.6 a) De acuerdo con lo establecido en el número 2 del artículo 8.º de la orden de 19 de mayo de 1987, las Entidades gestoras podrán proponer a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera la homologación de los modelos de resguardo distintos del oficial.

b) La homologación de un modelo de resguardo a una Entidad gestora eximirá a ésta de la entrega del modelo oficial, pero estará obligada a entregar en su sustitución un resguardo extendido en el modelo homologado y a cumplir todas las obligaciones que en relación con la expedición y entrega de resguardos afectan a las Entidades gestoras.

c) La solicitud de homologación de resguardo habrá de presentarse, acompañada de modelo por duplicado del resguardo propuesto, en el Banco de España, quien la trasladará a esta Dirección General acompañada de informe en el que, al menos, se valore la adecuación del modelo propuesto para el buen funcionamiento del sistema y para la defensa de los intereses de los inversores.

d) Todos los modelos cuya homologación se proponga habrán de contener, al menos, la información relacionada en el apartado 1.3.b) anterior de esta Resolución habrán de reconocerse en ellos con suficiente claridad, a juicio de esta Dirección General, elementos identificativos del Tesoro Público como emisor o de la modalidad de Deuda de que se trate.

e) La homologación del modelo de resguardo propuesto o su denegación será comunicada a la Entidad gestora por conducto del Banco de España.

1.7 a) Hasta el momento en que los resguardos en modelo oficial estén disponibles o las Entidades gestoras tengan homologados modelos propios de resguardos, éstas deberán entregar a sus comitentes resguardos provisionales, sin perjuicio de que, tan pronto como sea posible, hagan llegar a estos comitentes el resguardo extendido en modelo oficial o en el que de modo expreso pueda, en su caso, haberles sido homologado, de acuerdo con lo previsto en el número 2 del artículo 8.º de la orden de 19 de mayo de 1987 y en el apartado 1.6 de esta Resolución.

b) Los resguardos provisionales contemplados en el apartado 1.2 precedente habrán de contener, cuando menos, los datos relacionados en el apartado 1.3.b) anterior.

1.8 El Banco de España establecerá los mecanismos de supervisión y control que le permitan comprobar el cumplimiento por las Entidades gestoras de las

obligaciones establecidas sobre la expedición y entrega de resguardos y elaboración de matrices. Asimismo comunicará a las Entidades gestoras la disponibilidad de los modelos oficiales de resguardo y, a partir de ese momento, sólo podrán extender y entregar resguardos en dicho modelo oficial o, en su caso, en el homologado al que se refiere el apartado 1.6 precedente.

2. *Asignación del código valor.*

2.1 El código de valor de las emisiones de Deuda representadas en anotaciones en cuenta será establecido por el Banco de España. El código de valor de los títulos representativos de la misma Deuda, bien sea por elección de los suscriptores, cuando esto es posible, bien sea como resultado de la transformación de anotaciones en cuenta se construirá en la forma habitual a partir del código asignado a la misma Deuda en su representación en anotación en cuenta.

2.2 Para el ejercicio de los derechos ante la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, ésta fijará un código único por emisión que será difundido en la forma habitual a través del Banco de España y del Servicio de Coordinación de Bolsas y de la Subdirección General de Deuda Pública.

3. *Numeración de títulos en emisiones susceptibles de ser representadas en anotaciones en cuenta y en títulos valores.*

3.1 La numeración de los títulos de cada emisión de Deuda del Estado susceptible de estar representada en anotaciones en cuenta y en títulos valores estará comprendida entre el número 1 y el número resultante de dividir el importe nominal de la emisión por el valor nominal unitario de un título de la misma.

3.2 En las emisiones que se realicen a partir de la publicación de la presente Resolución, los títulos que resulten de la suscripción recibirán números correlativos crecientes comenzando por el número uno sin sobrepasar el que resulte de lo establecido en el apartado 3.1 precedente.

3.3 En la asignación de numeración a los títulos que resulten de la transformación de anotaciones en cuenta se procederá del siguiente modo:

a) Emisiones realizadas después del 19 de mayo de 1987: Se iniciará la asignación de números correlativos crecientes a partir del número siguiente al último de los asignados a los títulos procedentes de la suscripción hasta alcanzar el más alto de los posibles de la emisión, según lo establecido en el apartado 3.1 anterior. A partir de este momento, a los títulos procedentes de nuevas transformaciones se les asignarán los números disponibles —por transformación previa a anotación en cuenta—, de menor a mayor hasta alcanzar, en su caso, de nuevo el mayor de los posibles, y así sucesivamente.

b) Emisiones realizadas antes del 19 de mayo de

1987 y susceptibles de representación en anotaciones en cuenta: A los títulos procedentes de transformaciones de anotaciones en cuenta se les asignarán los números disponibles —por transformación previa de títulos a anotaciones—, de menor a mayor, hasta alcanzar el más alto de los disponibles, reiniciándose el proceso a partir del menor de los disponibles y así sucesivamente.

4. Transformaciones de títulos en anotaciones o de anotaciones en títulos.

4.1 La Central de anotaciones no efectuará transformaciones de títulos a anotaciones o viceversa, desde el vigésimo día hábil anterior a la fecha de vencimiento de cupones o a la fijada para un canje, conversión, o para la amortización. Se reanudarán las transformaciones, en su caso, pasada la fecha de que se trate entre las mencionadas.

4.2 Antes de procederse a la transformación de la forma de representación de la Deuda de títulos en anotación en cuenta, el Banco de España se cerciorará de que no esté constituido derecho a traba sobre aquellos que afecte a su fungibilidad y de que están al corriente en el ejercicio en todos los derechos. De igual modo, en el cambio de forma de representación de anotación en cuenta a título físico, se cerciorará de que no exista constituido derecho o traba sobre aquella que afecte a su fungibilidad y hará constar sobre los títulos que entrega que están al corriente en el ejercicio de los derechos.

4.3. Las transformaciones de anotaciones a títulos valores se atenderán mediante láminas nuevas en las que se hará constar que se entregan por transformación, siendo la fecha de expedición la de transformación.

RESOLUCION DE 9 DE JULIO DE 1987, DE LA DIRECCION GENERAL DEL TESORO Y POLITICA FINANCIERA, POR LA QUE SE COMPLETA LA DE 24 DE JUNIO DE 1987 DE LA MISMA DIRECCION GENERAL

El artículo 15 de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 19 de mayo de 1987 regula la gestión de la deuda representada en anotaciones en cuenta y en su número 6 se dispone que la Dirección General del Tesoro y Política Financiera desarrollará

en el área de su competencia el contenido de los números 3, 4 y 5 del mismo artículo, en los que se regula la transformación de títulos en anotaciones y viceversa.

Siendo preciso completar lo dispuesto en la Resolución de esta Dirección General de 24 de junio de 1987 para los casos de cancelación parcial de emisiones susceptibles de estar representadas tanto en títulos-valores como en anotaciones en cuenta, esta Dirección General ha adoptado la siguiente resolución:

Primero.—Se añade al apartado 3.1 de la Resolución de 24 de junio de 1987 de esta Dirección General un párrafo del siguiente tenor: «Cuando se produzca una ampliación de la emisión, incluso si tiene lugar después de una cancelación parcial de la misma, la numeración de los títulos en que pueda estar representada podrá alcanzar un número igual al resultante de sumar al mayor de la emisión inicial el cociente entre el valor nominal de la ampliación y el valor nominal unitario de un título. Todo ello sin perjuicio de lo establecido en el apartado 3.4 posterior.»

Segundo.—Se añade al número 3 de la Resolución citada en el número primero el apartado 3.4 siguiente: «3.4. Cuando como consecuencia de canje, conversión o amortización, se produzca una cancelación parcial de una emisión susceptible de estar representada en anotaciones en cuenta o en títulos valores, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera hará pública la relación de los números cancelados. Estos números serán los correspondientes a los títulos que resulten amortizados en la operación más los que se imputan a las anotaciones en cuenta que resulten amortizadas. Los números cancelados no podrán ser asignados a títulos representativos de la misma emisión, ya sean resultantes de transformaciones, ya de ampliaciones de la misma o de cualquier otra causa.

Los números que se imputen a las anotaciones canceladas serán los más altos entre los posibles, según lo dispuesto en 3.1 precedente, que no hayan sido previamente cancelados y no estén asignados a títulos vivos.»

Tercero.—Se añade al apartado 4.1 de la repetida Resolución de 24 de junio de 1987 de esta Dirección General el párrafo siguiente: «En los casos de cancelaciones parciales de la emisión por canje, conversión o amortización, la reanudación de las transformaciones de anotaciones en títulos, o viceversa, tendrá lugar cuando la Dirección General del Tesoro y Política Financiera haya hecho pública la relación de números cancelados.»

OPINIONES

A large, empty rectangular box with a thin black border, occupying the majority of the page below the title. It is intended for the user to write their opinions.

LA TRANSFORMACION DE LOS MERCADOS DE DEUDA Y DE CAPITALES

Salvador ARANCIBIA
Sección de Economía y Trabajo de *El País*

La introducción del sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado, ampliable posteriormente a todo tipo de deuda privada y del resto de la Administración del Estado, representa un hito en la transformación y modernización del mercado de capitales español, cuyas consecuencias todavía se dejan entrever solamente, pero apuntan a reformas mucho más profundas que las que pueden provocar la anunciada modificación del mercado de valores y de la Bolsa.

La desaparición de los títulos físicos de la deuda del Estado, la ausencia de intermediarios que actúen como fedatarios públicos en todas y cada una de las operaciones en las que aparezcan títulos del Estado, la rapidez de la transmisión de las operaciones y la información que todo ello va a conllevar abren las puertas a un mercado de magnitudes mucho más grandes y profundas que las conocidas hasta ahora. El Estado se convierte de esta forma, de manera clara ya, en el primer receptor de fondos de inversiones finales, institucionales o de individuos, con la colaboración, más o menos voluntaria, de todos los intermediarios financieros que existen, a través de sus redes de distribución.

El papel creciente que la deuda pública viene teniendo tanto en los mercados financieros como en las propias cuentas del Estado —una parte creciente del déficit público anual se debe a los intereses generados por las emisiones anteriores, lo que se traduce de forma automática en nuevos títulos en circulación que aumentan las necesidades futuras de financiación— exigía modificaciones en los sistemas de emisión que permitieran hacer frente a las cantidades crecientes y que abarataran de alguna forma los costes de dicha financiación.

La reducción de tipos de interés practicada en el pasado ejercicio permitió frenar algo la tendencia creciente a la emisión de títulos públicos,

pero los problemas de control monetario de los primeros meses de 1987 retrasaron las nuevas emisiones —con los efectos perniciosos de todos conocidos— hasta la aparición del nuevo sistema de anotaciones en cuenta para toda la deuda pública en condiciones similares a las utilizadas para los pagarés del Tesoro, que han perdido prácticamente su virtualidad y cuyo futuro a largo plazo es bastante pobre.

La opacidad fiscal de que gozan los pagarés del Tesoro, y la obligatoriedad de que las instituciones financieras inviertan una parte de sus recursos de clientes en estos títulos, permitió a lo largo de 1986 reducir de forma drástica la rentabilidad de estas emisiones. Al final han quedado para refugio de quienes prefieren mantener una inversión en un activo con una rentabilidad real creciente en los últimos meses y para que los adquieran los bancos y cajas de ahorros. La reducción de la tasa de inflación de la economía española y el mantenimiento de los tipos de interés de los pagarés del Tesoro está favoreciendo de forma clara a los inversores de dinero negro.

LA DESAPARICION DE LOS ANTIGUOS MECANISMOS DE CONTROL

Pero el resto del público se ha retirado, o empieza a retirarse, de este tipo de activo financiero, y la Administración, después de un año de vacilaciones, ha ampliado el sistema de anotaciones en cuenta a toda la deuda pública y, sobre todo en los primeros meses, el lanzamiento de la letra del Tesoro, «sin opacidad fiscal, pero con tipos de interés muy próximos a los del mercado», ha representado un reforzamiento del nuevo sistema, en el que se han introducido tanto instituciones financieras como intermediarios. El nuevo sistema funciona, a pesar de las

limitaciones voluntariamente impuestas por las autoridades económicas y monetarias de cara a lograr un mayor control y solvencia de las entidades que han empezado a participar en el mismo.

TODOS A PARTICIPAR

Por ello no es de extrañar que la práctica totalidad de las entidades financieras e intermedias deseen formar parte del nuevo sistema de anotaciones en cuenta, tanto si lo hacen como creadores de mercado como si limitan su actuación a labores de mera intermediación financiera. El mercado de la deuda pública crecerá este año, y los siguientes, de nuevo como consecuencia del aumento del déficit del sector público en que se incurrirá en este ejercicio y por las necesidades de refinanciación de los déficits anteriores.

El sistema de anotaciones en cuenta va a ser el instrumento básico para obtener esta financiación, aunque se recurra de forma marginal a operaciones exteriores en la medida en que se modifiquen los actuales niveles de la balanza de pagos o a otras fórmulas de financiación interior algo más tradicionales. El acercamiento del mercado de financiación pública al resto de los mercados monetarios es un hecho inamovible, sobre todo si se tiene en cuenta que la aplicación de la política monetaria del gobierno se realizará a través de la utilización de los títulos emitidos por el Estado a todos los plazos. Ello representa ventajas de menores costes para el propio Estado a la hora de emitir, pero introduce problemas adicionales en todo el sistema.

LA AUTORIDAD MONETARIA INCREMENTA LOS NIVELES DE SUPERVISION Y CONTROL FINANCIERO

Por ello no es de extrañar que, como señala el director general adjunto del Banco de Vizcaya, **Juan Palacios**, la imposibilidad técnica y legal de realizar *repos de repos*, es decir, colocar a un plazo inferior un título adquirido por un período de tiempo más pequeño que el de su vencimiento final, represente un problema adicional con el que no se contaba. Hasta ahora las instituciones financieras podían ceder temporalmente pagarés del Tesoro, procedieran o no de su cartera en firme. Pero los problemas detectados en algunas sociedades de intermediación y

las pérdidas que tuvieron que asumir algunas entidades financieras parece que aconsejaron a las autoridades monetarias extremar los instrumentos externos de control y limitar las posibilidades legales de operaciones encadenadas.

Por su parte, **Pedro Guerrero**, agente de cambio y Bolsa, aun afirmando, como hacen todos los entrevistados, que el nuevo sistema presenta ventajas adicionales sobre los modelos utilizados hasta ahora, señala algunos problemas que considera básicos a la hora de que se articule un mercado real que proteja todos los intereses enfrentados. En este sentido, entiende que puede darse un conflicto de intereses en el seno de las entidades gestoras del nuevo sistema, ya que van a actuar al tiempo por cuenta propia y por cuenta ajena. En su opinión, debe garantizarse que en todo momento no se antepondrán los intereses propios de dichas instituciones. Algo similar ocurre con el hecho de que no se cree un mercado centralizado, en el que los precios de la deuda pública fueran únicos, al margen de las variaciones normales por las distintas cantidades que se negocien. Se puede provocar que las entidades ofrezcan precios muy distintos a los diferentes clientes en función de sus relaciones o de su valoración.

El papel de creador de mercado dentro del nuevo sistema de anotaciones en cuenta es señalado de forma destacada como una pieza básica para el funcionamiento pleno del mismo, y **Joh Andreescu**, de Capital Markets, pone el punto sobre la «i» al preguntarse cuáles serán los alicientes o estímulos, aún no definidos a la hora de redactar estas líneas, que recibirán las sociedades por formar parte del grupo de los escogidos. En este mismo sentido, otros entrevistados recuerdan que en el resto de los países en los que funciona el sistema los creadores de mercado cuentan con ciertas ventajas adicionales sobre el resto de operadores, en un intento de contrapesar las obligaciones a las que se ven sujetos.

ES PRECISO DEFINIR CON CLARIDAD CUALES SON LAS OBLIGACIONES Y CONTRAPARTIDAS PARA LAS ENTIDADES CREADORAS DE MERCADO

Así, se propone que en España se debería limitar el acceso a las subastas a los creadores de mercado e incluso que se llegue a formar un comité de enlace entre éstos, la autoridad monetaria y el Tesoro, en el que el flujo de información en ambos sentidos funcione de forma per-

manente para tratar de alcanzar una mayor transparencia en el funcionamiento y un mayor ajuste a los costes y a las tendencias, reales o inducidas, por las que vaya a atravesar la financiación del sector público.

En todo caso, las discrepancias surgen cuando se enjuicia la necesidad de que estas entidades creadoras de mercado tengan que disponer de una cifra mínima de recursos propios con los que hacer frente a posibles problemas derivados del riesgo de intereses. Mientras algunas personas consideran que se ajustan, al menos en un primer momento, a lo que se puede considerar necesidades objetivas para hacer frente a hipotéticos problemas, otras estiman que se ha producido una discriminación importante entre unas sociedades y otras. La exigencia de recursos propios es genérica y cualquier sociedad que quiera operar en este mercado deberá cubrirla. Pero, se señala, no es exclusiva en el sentido de que los fondos aportados sólo puedan ser utilizados como soporte de las operaciones derivadas del sistema de anotaciones en cuenta. Y ahí entran las posibles discriminaciones. Las entidades de crédito, bancos y cajas de ahorros, tienen todas ellas unos recursos propios superiores a los mínimos exigidos para poder operar. Otras sociedades no cuentan con estos recursos y tendrán que obtenerlos. Sin embargo, se afirma, los recursos propios de bancos y cajas están sujetos a cubrir otros posibles riesgos, y nadie garantizaría que se fueran a aplicar a uno o a otro problema. Por ello se estima que un cambio en la normativa que exigiera igual claridad de capital para todas las entidades sería deseable.

NECESIDADES DE FINANCIACION

El pleno desarrollo del mercado de financiación del déficit público mediante el sistema de anotaciones en cuenta exige, a juicio de la mayor parte de los encuestados, medidas adicionales que, aunque necesarias, el Tesoro no está dispuesto a asumir plenamente. En la línea de lo solicitado en repetidas ocasiones por los máximos responsables del Banco de España, se pide que el Tesoro reduzca su posible apelación al recurso del Banco de España y que, una vez puesta en práctica esta condición, el Tesoro anuncie, con la suficiente antelación, los calendarios de emisiones para el conjunto del año, e incluso se llega a apuntar que la práctica debería ser similar a la de Estados Unidos, donde el Tesoro se compromete a adquirir en cada subasta la cantidad de dinero necesario, cualquiera que sea el precio al que se ofrezcan los recursos.

EL TESORO DEBE HACER ESFUERZOS PARA CLARIFICAR SU POSICION DENTRO DEL NUEVO MERCADO

Arturo de la Lama, del Banco de Bilbao, propone una coordinación suficiente entre el Banco de España y el Tesoro para que, además de conocerse con la claridad requerida las necesidades financieras del Tesoro para hacer frente a sus déficit, se pueda instrumentar la política monetaria a través de los nuevos instrumentos sin problemas. En este sentido, propone cesiones, con cargo al recurso del Tesoro al Banco de España, de títulos en cantidad suficiente para que la autoridad monetaria pueda desarrollar la política monetaria.

Por su parte, **Mateo Ruiz Oriol**, director general de Cajamadrid, señala que la articulación de la política monetaria decidida por el gobierno será posible en la medida en que el sistema de anotaciones en cuenta permita la consecución de un mercado de activos públicos en el que se utilice este instrumento en las operaciones de mercado abierto, tanto para el drenaje como para la inyección de liquidez al sistema.

Para **Carlos Cuervo-Arango**, de Gesmosa, se abren las posibilidades de ir hacia un mercado abierto en el que las actuaciones de política monetaria serán mucho más flexibles que las que actualmente puede poner en marcha el Banco de España, lo que permitirá aflojar las tensiones que, de forma estacional, se reproducen en el sistema español.

En el mismo sentido se expresa **Pedro García Ferrero**, de la sociedad mediadora SIAF, cuando señala que no se puede evolucionar desde la situación actual, anormalmente mala en materia de instrumentos de control, hacia un esquema que permita una actuación más continuada y flexible.

Pero el problema formal que se plantea, en definitiva, es si el nuevo sistema puesto en marcha va a servir para financiar de forma más ortodoxa y barata el elevado déficit público que soporta la economía española, y cuyos costes financieros crecen de forma más rápida de lo que lo hacen el resto de las grandes magnitudes económicas. La ortodoxia es calificada como un acto de decisión política de la Administración prácticamente por todos los preguntados, y en este sentido **Quintín Padrón**, director general de la Caja General de Ahorros de Canarias, sintetiza buena parte de estas opiniones al señalar que, en definitiva, ello depende de si el Tesoro decide utilizar, como parece que está haciendo estos meses, los mecanismos de mercado para obte-

ner los recursos necesarios o si mantienen, por el contrario, las posiciones de principios de año, cuando, por la subida de los tipos de interés, decidió paralizar su política de emisiones y centrarse en apelar de forma continuada al Banco de España.

UNA FINANCIACION MAS ORTODOXA DEL DEFICIT DEPENDE DE DECISIONES POLITICAS, NO DE LA CREACION FORMAL DE NUEVOS MERCADOS

El nuevo sistema permite, si se utiliza en toda su profundidad, una financiación cuyos costes se acercarán a los que establezca el mercado, pero su existencia no es una condición suficiente para conseguirlo. Debe producirse una voluntad política de hacerlo, al decidir, entre todos los argumentos a favor y en contra, que es mejor clarificar las cuentas públicas y saber qué parte del ahorro neto necesita el Estado para financiarse antes que seguir, como se ha hecho hasta ahora, obteniendo recursos de forma indirecta,

cuyos costes sociales se reparten entre todos los ciudadanos por la vía de tensiones inflacionistas.

Otra cuestión es si la utilización del sistema tendrá, a largo plazo, repercusiones favorables en los costes reales para el Estado de esta vía de financiación. **Pedro Zafra**, director general de Intermoney, señala que habrá una reducción de costes al acercarse el emisor al inversor final y al suprimirse toda una serie de gastos que hasta ahora estaban considerados como fijos. La disminución de los aranceles y de los márgenes de intermediación tendrán repercusiones favorables en este sentido, pero el gran problema pendiente, el que constituye el coste básico de la financiación pública, los tipos de interés de las emisiones, no depende de un sistema o de otro. Los tipos de interés serán más bajos en la medida en que lo sea la inflación española, y cuando los desequilibrios básicos, empezando por el propio déficit público que padece la economía española, tiendan de forma clara a encontrar vías de solución. Mientras tanto no será posible abaratar de forma sustancial la carga de la deuda pública mediante fórmulas de mercado.

«EL INVERSOR FINAL ES EL PARTICIPANTE MAS IMPORTANTE DEL NUEVO MERCADO»

John ANDREESCU

Presidente del Consejo de Administración
de Capital Markets Brokerage, S. A.,
y Capital Markets Software and Consulting, S. A.

¿Qué opinión general le merece el nuevo sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado?

Este sistema ha sido desarrollado con base al equivalente para pagarés del Tesoro, sistema que ha funcionado muy bien y ha sido mejorado con el tiempo, lo que significa que el sistema para deuda se ha beneficiado de todos los conocimientos adquiridos con el anterior; por lo tanto, creo que es un sistema que va a ser bastante eficaz.

Lo más importante es que dará el impulso necesario para que el mercado financiero español asuma un grado de sofisticación equivalente a los mercados internacionales.

A partir de ahora ya podemos pensar en estructurar un mercado con la misma transparencia existente en los mercados internacionales y con los mismos participantes, tal como los *market makers* (creadores de mercado), el *interdealer broker* (broker ciego), mercado secundario ágil y líquido, un inversor final sofisticado, con una actividad de *trading* desarrollada por los bancos y un sistema de informática sofisticado.

Con toda esta estructura arriba mencionada, se creará un mercado secundario rápido, espereamos que rentable a los participantes y ampliando la posibilidad de una financiación del déficit del Estado.



¿Cuáles son los condicionantes básicos que considera necesarios para la efectividad del nuevo mercado?

Hay una serie de condicionantes para la creación de este tipo de mercado, tales como cuál va a ser el estímulo o aliciente para desarrollar las funciones de creadores de mercado, con todos sus riesgos e implicaciones; cuáles van a ser las reglas de mercado que definirán las formas y las relaciones entre los diversos componentes del mercado y la operativa del mismo.

Dentro de esta serie de condicionantes destacaría cuatro, que en cierta manera son la clave para el desarrollo del mercado:

a) Al inicio de cada año las autoridades competentes deberán definir un calendario de emisiones de deuda contemplando todo un abanico de vencimientos (tres años, cinco años, quince años u otros plazos).

Este calendario es imprescindible para la existencia de unos mercados primario y secundario suficientemente amplios, ágiles y líquidos. La expectativa que se crea en torno de una emisión es clave para los movimientos de oferta y demanda, creando una subida o bajada de precios que claramente es lo que va a mover el mercado y también asegurará a los participantes que podrán, de alguna forma, adquirir deuda a través

de emisiones continuas y en fechas prefijadas.

Por lo tanto, hay que mantener esta expectativa continua de subida o bajada de tipo/precio para que no tengamos un mercado sin oscilaciones, que no motivaría a los participantes a rotar sus carteras.

b) Hay necesidad de que una serie de instituciones financieras tomen la decisión de asumir las funciones importantísimas de creadores de mercado, con todos sus derechos, estímulos, implicaciones, responsabilidades y consecuencias. El mercado secundario pasará a desarrollarse cuando una serie de creadores de mercado inicien una cotización de forma continuada de precios de demanda y oferta.

Al mismo tiempo, los participantes del mercado deberán desarrollar su poder de distribución, haciendo llegar al inversor final la certeza de que, al hacer una inversión en deuda, estará participando de un mercado líquido y de que en cualquier momento podrá vender o comprar deuda del Estado a tipos de mercado.

c) En la forma propuesta para el desarrollo del mercado los participantes intentarán aprovechar las oscilaciones en los precios de demanda y oferta motivadas por una declaración de alguna autoridad monetaria, o por alguna proyección de las magnitudes monetarias favorables o desfavorables, o por una subida o una bajada de la inflación, o por otros motivos político-económicos.

El principio básico de este tipo de mercado es la confidencialidad acerca de quién es el demandante o el ofertante, para que no ocurran especulaciones (subida o bajada de precios) debido a que una institución creadora de mercado que tenga gran influencia esté comprando o vendiendo, y por este motivo los otros integrantes del mercado intenten lograr mejores beneficios en la negociación.

Para mantener este principio de confidencialidad, todas las operaciones de compra y venta de deuda a vencimiento deberán ser canalizadas a través de una figura importantísima en toda la estructura de este tipo de mercado, como es la del *interdealer broker* (*broker* ciego), que, además de la función anteriormente mencionada, tiene la de difundir los precios proporcionados por los creadores de mercado a través de su sistema de comunicación por pantalla.

El *interdealer broker* desarrollará un servicio enfocado a agilizar la diseminación de los precios y de los cierres de operaciones dentro de unos principios de ética, confidencialidad y prio-

ridad, no tomando jamás partido ni proporcionando informaciones que no sean las de precio de demanda y oferta a los creadores de mercado, y bajo ningún concepto deberá utilizar tales informaciones para la toma de posición por su parte en un determinado papel, visto que para el *broker*, tal y como está definido, está terminantemente prohibido tomar posiciones propias.

Las características del *interdealer broker* deberán ser las de una institución con comprobada experiencia en el mercado de *brokerage*, con un sistema de telecomunicación por pantallas instalado en las oficinas de los creadores de mercado, estar formada por un equipo de personas de reconocidas cualidades profesionales y tener un volumen de recursos propios para garantizar situaciones de quebranto.

Con la evolución del mercado se hará necesario el inicio de las grabaciones de las conversaciones mantenidas durante las negociaciones, a fin de que, en casos de difícil aclaración, se pueda utilizar la grabación como instrumento para llegar a una rápida solución.

d) El inversor final debe ser considerado como el participante más importante de todo el mercado, porque sin él no sería posible tener un mercado secundario amplio, visto que es muy difícil desarrollar una actividad de creador de mercado teniendo que realizar sus operaciones única y exclusivamente en el mercado profesional.

Creo, por lo tanto, que el impulso que el nuevo sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado está proporcionando al mercado deberá ser rápidamente complementado por un segundo impulso dado a los fondos de pensiones y al ahorro individual, para que efectivamente se pueda llegar al objetivo final, que es la financiación del déficit del Estado.

¿Qué opinión le merecen los requisitos exigidos para la participación de las entidades gestoras en este mercado?

Es muy difícil que, para un tema de la magnitud del mercado de deuda, la legislación que recoge los requisitos mínimos para que una entidad pueda participar en él como gestora sea del agrado general y sin ningún comentario contrario.

Creo que era necesaria la definición de una serie de requisitos, y que éstos no son para proporcionar una ventaja a una parcela de mercado, sino para que, desde el inicio, el mercado tenga como base instituciones con suficiente liquidez,

experiencia anterior en la negociación de deuda y un sistema de control informatizado, «entre otros requisitos», que garantizarán, en teoría, la solidez del mercado.

¿En qué medida le parece que puede mostrarse útil para el desarrollo de la política monetaria del gobierno?

El inicio de un mercado basado en un sistema ágil de anotaciones en cuenta proporcionará al gobierno los instrumentos necesarios para el desarrollo de su estrategia a corto, medio y largo plazo en la política monetaria.

¿Cree usted que el nuevo sistema colaborará a un desarrollo efectivo de los mercados secundarios de deuda pública en España?

Sin duda alguna, este sistema agilizará la compra y venta a todos los niveles de inversores, desde el creador de mercado hasta el señor que invierte su millón de pesetas.

Este sistema nos proporcionará la transparencia y la liquidez necesarias para que el inversor tenga certeza de que a algún precio podrá comprar o vender deuda del Estado con rapidez y seguridad.

¿Considera usted que el nuevo sistema permitirá una financiación más ortodoxa y más barata del déficit público?

Este nuevo sistema es una evolución que ya ha ocurrido en diversos países, y que se ha mostrado extremadamente eficaz en la financiación de los déficit de los gobiernos.

Teóricamente el nuevo sistema de anotaciones en cuenta proporcionará un acceso de todos los inversores a este mercado, que por lógica podrá proporcionar al gobierno una financiación más barata, pero como el mercado en algunas ocasiones es totalmente ilógico, es una respuesta que solamente el tiempo nos podrá dar.

«EL NUEVO SISTEMA PUEDE ESTABLECER UN MECANISMO DE REFERENCIA PARA LOS TIPOS DE INTERÉS»

Carlos CUERVO-ARANGO
Subdirector de GESMOSA

¿Qué opinión general le merece el nuevo sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado?

Muy positiva. El nuevo sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado supone el establecimiento de un mecanismo que reduce enormemente los costes de transacción incorporados a la negociación de estos activos, y, por tanto, debería contribuir en gran medida al desarrollo de su mercado secundario. A su vez, un mercado secundario fluido que garantiza en condiciones razonables la liquidez de los títulos y posibilita una nueva profundidad en su negociación constituye un atractivo adicional para la adquisición de los activos financieros que en él se negocian, de forma que el emisor, el Estado en este caso, podría obtener en el mercado primario condiciones mejores de las que serían efectivas en otro caso.

Si de las consideraciones internas al propio mercado pasamos a los efectos de su desarrollo para el conjunto del sistema, la opinión es aún más positiva. Si el nuevo sistema de anotaciones consigue, como yo espero, desarrollar el mercado secundario de deuda pública, los efectos positivos de su establecimiento se percibirán a muchos niveles. Por ejemplo, podrá contarse con una referencia seria para los tipos de interés a largo plazo, ahora inexistente, y, en otro orden de cosas, muchas técnicas operativas, e incluso



productos financieros, encontrarán su vía de entrada al sistema financiero español a través del nuevo mercado de deuda pública; pienso en la aparición de verdaderos *dealers*, con posiciones a ambos lados del mercado, y, en cuanto a los segundos, en las operaciones a plazo y los futuros financieros. Sin olvidar, desde luego, que el sistema de anotaciones para los títulos públicos no podrá dejar de constituirse en referencia para sistemas similares referidos a títulos privados.

¿Cuáles son los condicionantes básicos que considera necesarios para la efectividad del nuevo mercado?

En lo que respecta al emisor, pienso que es crucial que el mercado conozca con claridad el calendario de emisiones y los volúmenes a emitir en cada caso. La cuestión es que el mercado de deuda pública cuenta, básicamente, con un único agente emisor, el Estado, y, por tanto, sus relaciones con el conjunto del mercado deben estar regidas por la máxima transparencia y una cierta continuidad en la política de emisiones que no juegue con el mercado ni huya de él. Sólo así puede esperarse que las instituciones encuentren en el mercado un vehículo adecuado para el desarrollo de parte de sus operaciones y contribuyan a su expansión y desarrollo.

Desde un punto de vista más interno al mercado secundario de deuda, creo que es primordial para su efectividad que se consiga un grado aceptable de liquidez y una cierta profundidad, lo cual pasa porque existan instituciones que encuentren rentable y ventajoso ofrecer al mercado tal servicio. Las condiciones para que esto se produzca creo que son dos: por una parte, el desarrollo de las actividades de intermediación de deuda pública por parte de las entidades gestoras, que genere un flujo de demanda final para los títulos y ofrezca profundidad al mercado. Por otra, ciertos privilegios ofrecidos por el Tesoro y el Banco de España a las instituciones que demuestren estar dispuestas a colaborar con ellos asumiendo los riesgos inherentes a un aseguramiento permanente de la liquidez del mercado.

¿Qué opinión le merecen los requisitos exigidos para la participación de las entidades gestoras en este mercado?

Me parecen muy razonables. Un capital mínimo es una precondition para poder actuar seriamente en este mercado, y las condiciones de supervisión e inspección por parte de las autoridades creo que son imperativas tanto para la protección del inversor final cuanto para la detección rápida de problemas de solvencia que puedan poner en peligro el conjunto del sistema. Dicho esto, sin embargo, creo que las autoridades deberán ser muy cuidadosas en la valoración de los riesgos de cartera asumidos por las entidades y en el consiguiente establecimiento de coeficientes de capital; aquí, como siempre, una regulación adecuada es positiva, mientras que el exceso conduce al colapso del mercado.

¿En qué medida le parece que puede mostrarse útil para el desarrollo de la política monetaria del gobierno?

El nuevo sistema va a permitir al Banco de España una actuación en el mercado monetario centrada progresivamente en las operaciones de mercado abierto, y, por tanto, va a poner a su disposición instrumentos de drenaje de los que carece en la actualidad, al tiempo que le posibilita actuaciones de inyección de liquidez mucho más flexibles y continuadas que las que hoy día permite el sistema de subasta de préstamos. Por tanto, la anotación en cuenta sienta las bases de un nuevo desarrollo en los aspectos técnicos de la instrumentación de la política mo-

netaria, que conducirá inexorablemente a centrarse en la operativa de mercado abierto.

¿Cree usted que el nuevo sistema colaborará a un desarrollo efectivo de los mercados secundarios de deuda pública en España?

Digamos que sin el sistema de anotaciones en cuenta de deuda pública sería extremadamente difícil desarrollar un mercado secundario con la profundidad y liquidez que requieren tanto la financiación del déficit público como la instrumentación adecuada de la política monetaria. Con todo, tampoco deben crearse falsas ilusiones; el sistema de anotaciones constituye la condición de posibilidad del desarrollo del mercado secundario y nada más. Por sí mismo el sistema no va a desarrollar el mercado, aunque abre la posibilidad de que tanto los agentes privados como el propio Tesoro o el Banco de España lo utilicen, instrumentando actuaciones que efectivamente lo desarrollen. Por eso es tan importante, y más en una primera fase, una actuación emisora consecuente por parte del Tesoro y un apoyo a las entidades dispuestas a asumir riesgos por parte del Banco de España; de hecho, está en su interés y en el del conjunto del sistema financiero español.

¿Considera usted que el nuevo sistema permitirá una financiación más ortodoxa y más barata del déficit público?

En lo que respecta a la ortodoxia, no veo por qué. Elegir una u otra vía de financiación del déficit es un privilegio del Estado que, en última instancia, se retrotrae a la disponibilidad de instrumentos de deuda y la disposición a utilizarlos en las condiciones que el mercado requiere. Ninguno de estos aspectos está necesariamente ligado a la existencia de anotaciones en cuenta, aunque sí es cierto que en esta coyuntura particular el Tesoro podrá utilizar el sistema para desbloquear una situación de crisis en la disponibilidad de instrumentos creada por la propia Administración con la Ley de Activos Financieros de 1985; me refiero al privilegio fiscal otorgado a los pagarés del Tesoro y a su consiguiente inutilización como activo a corto plazo con demanda generalizada.

Sí estoy de acuerdo, sin embargo, en que el sistema de anotaciones en cuenta posibilitará una financiación más barata del déficit. La razón es que, como cualquier otro emisor, el Tesoro podrá disponer de mejores condiciones en el mercado primario en la medida en que el mercado secundario de sus títulos sea líquido, profundo y flexible.

«LA POLÍTICA MONETARIA DEBE INSTRUMENTARSE MEDIANTE OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO»

Pedro GARCIA FERRERO

Presidente ejecutivo de S. I. de Activos Financieros, S. A.

¿Qué opinión general le merece el nuevo sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado?

Después de una espera tan larga cualquier cosa que salga nos va a merecer una opinión favorable, especialmente a las personas que, en una u otra forma, hemos venido denunciando el absurdo de la situación preexistente desde hace por lo menos cuatro años. Es cierto que las ideas tienen un tiempo de germinación, y es cierto también que la inercia jurídico-administrativa tiene asimismo sus propios ritmos. Considero, no obstante, que en esta ocasión «se han pasado», por expresarlo de forma castiza. El proyecto estaba listo en marzo del año pasado. Si se hubiera procedido con diligencia se hubiera podido, tal vez, implantar a tiempo para evitar parte de los destrozos que ocasionó en la política monetaria la Ley de Activos Financieros, al tiempo que su implantación hubiera tenido lugar en condiciones más favorables.

Pero, volviendo a la pregunta, mi opinión es que no parece posible estar en contra de los principios que incorpora. Por tanto, traslado la pregunta a la interpretación, a la aplicación, que de estos principios se ha hecho. Y en este punto creo de justicia resaltar que, al menos sobre el papel —y en este momento no es posible ir más lejos—, el esquema diseñado es audaz, si se compara con lo único con que se le puede comparar: con el de los países que lo han introducido ya. Si tuviera que señalar un punto como



botón de muestra de la audacia diría que este punto es el papel de *clearer* que asume el banco central, y que da un punto de amarre muy sólido al sistema.

¿Cuáles son los condicionantes básicos que considera necesarios para la efectividad del nuevo mercado?

Yo creo que, por las razones expuestas en la respuesta anterior, las condiciones necesarias para el nuevo mercado

ya existen. A diferencia de lo que ha ocurrido en estos últimos tiempos en algunos países vecinos, llevamos muchos años —desde 1982 o desde 1981, según se mire— rodando mecanismos similares a los que precisa el nuevo mercado. En cierta medida, lo que ahora estamos presenciando no es sino una extensión a la deuda del Estado, y, por tanto, a plazos más largos, de algo que ya se viene haciendo.

Sin embargo, una ampliación de un orden de magnitud como la que comporta la incorporación de la deuda pública va a poner de manifiesto algunas carencias de nuestro sistema financiero que pueden resultar ciertamente condicionantes para su buen funcionamiento. Yo singularizaría las tres siguientes:

a) Inclinar definitivamente el fiel de la balanza en favor de un diseño de política monetaria apoyado, si no exclusiva sí predominantemente, en operaciones de mercado abierto, de forma que los movimientos de tipo de interés evolucionen

nen con menor brusquedad. Sin un mecanismo de este tipo quedaría en el aire el otro mecanismo central del sistema: el de los creadores de mercado.

b) Propiciar una mayor especialización de un núcleo no demasiado numeroso de entidades, aunque hay que reconocer que la ristra de disposiciones legislativas y reglamentarias se está ocupando suficientemente de este aspecto.

c) Impulsar cuanto antes la implantación de un mercado de futuros. Sin él, el riesgo de almacenamiento de cartera puede hacerse muy difícil de manejar, especialmente cuando, como es previsible, se alarguen los plazos. No es éste, tal vez, el lugar más apropiado para hablar del tema, por desgracia no suficientemente aireado. Sólo quisiera dejar constancia de su urgencia.

¿Qué opinión le merecen los requisitos exigidos para la participación de las entidades gestoras en este mercado?

En principio, parecen razonables. Si, como sugeríamos en la respuesta anterior, el nuevo sistema de deuda pública debe verse como una ampliación del ya existente para pagarés del Tesoro, es natural que a la hora de elegir entre los candidatos el banco y el Tesoro tengan muy en cuenta la experiencia acumulada en éste y otros mercados afines como un índice de especialización espontánea. Quiero decir con esto simplemente que parece razonable pensar que quienes espontáneamente se han especializado en funciones afines ofrezcan *a priori* mayores probabilidades de hacerlo en el mercado ampliado. De ahí el elevado rango que tiene el historial entre los requisitos exigidos, y de ahí también la selección de categorías de entidades que pueden optar a ser gestoras. No olvidemos que hay un primer escalón —el de los titulares de cuentas en la Central de Anotaciones—, en el que ya se ha llevado a cabo una previa selección, y que en una fase ulterior se procederá a una tercera selección para elegir de entre las entidades gestoras los creadores de mercado.

Los 750 millones de recursos propios y el compromiso de aumentarlos a 1.000 en el curso de los dos primeros años están, en mi opinión, en el borde superior de lo razonable, si se opta, como se debería, por el principio de la capitalización separada. De no ser así, la exigencia podría resultar discriminatoria precisamente para las entidades más especializadas.

En cuanto a los requisitos técnicos —incluidos en grado eminente, naturalmente, los informáticos— resultan difíciles de especificar de antema-

no. Aquí, de nuevo, me imagino que jugará un papel importante la experiencia acumulada, ya que, dada la precipitación con que se ha procedido en estos últimos pasos, no ha habido tiempo material para que alguien que no estuviera ya operando haya podido montar un sistema operativo adecuado.

¿En qué medida le parece que puede mostrarse útil para el desarrollo de la política monetaria del gobierno?

Presumiblemente, en gran medida. Si, visto desde la óptica de los condicionantes a que aludía la segunda pregunta, aparecía la adopción de una política monetaria que reposara principalmente en intervenciones de mercado abierto como exigencia ineludible, visto desde la óptica del diseño global de la política monetaria, la existencia de un mercado como el previsto se convierte, a su vez, en condición *sine qua non*.

En otras palabras, no se puede evolucionar desde la situación actual —que reconozco que es anormalmente mala en materia de instrumentos de control— hacia un esquema que permita una actuación más continuada y flexible sin un dispositivo que lo haga posible. Un tal dispositivo debe, por supuesto, incluir cosas tales como un sistema de transacciones capaz de incorporar el ritmo y los niveles de eficiencia y coste habituales en los mercados monetarios de mayoristas, muy alejado del que la vigente «legislación de guerra» hace posible, pero también unas entidades suficientemente capitalizadas, capaces de interpretar y transmitir los mensajes de la autoridad monetaria, y, por supuesto, una gama de instrumentos de deuda pública mucho más rica que la actual, que trate de adaptarse mejor a las preferencias de las distintas categorías de ahorradores. En algún momento habrá que pensar, por ejemplo, en emitir deuda a largo plazo indiciada, dirigida a los pequeños ahorradores próximos a su jubilación.

¿Cree usted que el nuevo sistema colaborará a un desarrollo efectivo de los mercados secundarios de deuda pública en España?

En general, lo importante de los mercados secundarios es que existan. Su profundidad y amplitud, medidas en términos de valores medios de operaciones realizadas, no siempre son síntomas de buena salud. Quiero decir con esto que el concepto de mercado secundario es un concepto estadístico: cuando sus valores medios rebasan un porcentaje relativamente pequeño del volumen vivo suele ser síntoma de que algo va mal en ese mercado.

En general, en condiciones normales de mercado, la liquidez de la deuda pública ha mejorado en los últimos años. En el caso particular de la deuda del Tesoro a corto plazo, si exceptuamos la anómala situación creada hace pocos meses (abril-mayo de 1987) por la intervención del Banco de España, la liquidez ha existido en todo momento a precios razonables.

El problema se plantea evidentemente en las situaciones que podríamos llamar anormales. Para estos casos falta un mecanismo que garantice la liquidez. Pues bien, una de las categorías de entidades contempladas en la legislación recién promulgada, los creadores de mercado, tiene precisamente como misión la de suministrar esa liquidez «todo terreno». Es una pieza clave del dispositivo: el vértice, por así decirlo, de la pirámide invertida que configuran los tres escalones previstos; el punto en que el sistema entra en contacto con la autoridad monetaria, suministradora de la liquidez última del sistema.

No da la impresión de que se haya entendido bien en algunos medios financieros la importancia de esta figura para el buen funcionamiento del nuevo sistema. Tal vez sea necesario, para apreciar su importancia, considerar las entidades que integran esta categoría como un conjunto articulado a través de las pantallas de contratación de los llamados «*broker ciegos*» o «*mudos*» y la liquidez que suministren como la suma de todas sus carteras.

Pero habrá que esperar hasta ver cómo se desarrollan los principios enunciados en esta materia crucial para poder formular un juicio sobre el grado en que el nuevo sistema resultará determinante para el desarrollo de los mercados secundarios. Mi pronóstico es que su efecto no sólo se hará sentir en los mercados de deuda pública, sino que se extenderá también a los de deuda privada.

¿Considera usted que el nuevo sistema permitirá una financiación más ortodoxa y más barata del déficit público?

Que la financiación del déficit sea más o menos ortodoxa depende directamente del Tesoro. Es indudable, no obstante, que la existencia de

un mercado eficiente, profundo y amplio puede hacer más atractivo para el Tesoro el recurso al mercado. En este sentido, no cabe duda de que el sistema de anotaciones contribuirá a acercarnos a lo que generalmente se considera «ortodoxo» en estos asuntos.

Otro punto bien distinto es el del abaratamiento. Creo que aquí hay que distinguir entre dos capítulos que se rigen por patrones muy diferentes: los tipos de interés y los costes de intermediación. Los tipos de interés —el coste más importante de la deuda— dependen básicamente del volumen de nueva deuda que se ponga en circulación en un período dado y de la cantidad de ahorro disponible. Se puede mejorar la aceptabilidad a tipos marginalmente más bajos de la deuda mediante un mejor sistema de distribución y con mercados secundarios que garanticen su liquidez. En este sentido, parece probable que el nuevo sistema mejore la situación anterior en ambos aspectos; pero su incidencia sobre el coste de financiar la deuda será marginal, ya que su coste principal viene determinado por la oferta y la demanda.

Los costes de intermediación sí sufrirán, en cambio, una drástica reducción con respecto a la situación actual. Este es seguramente el aspecto que tal vez justifique hablar de abaratamiento. A pesar de que en los últimos años —y en ello ha influido, sin duda, la inminencia del cambio— la situación haya mejorado notablemente, un sistema basado en la intervención de fedatario público comporta costes y rigideces incompatibles con los estándares prevalentes en los mercados monetarios. Y cuando hablo de rigideces estoy pensando fundamentalmente en los procedimientos de transmisión que sitúan las transacciones de deuda pública en la órbita del mercado de valores, notoriamente obsoleto e ineficiente en nuestro caso. Basta imaginar una situación, como la que prevé el nuevo sistema, en que la transmisión de deuda pública puede hacerse instantáneamente, y sin coste directo, a través del servicio telefónico del Banco de España, y compararla con el sistema actual para comprender las economías de todo tipo que hará posible. En este sentido, hay que afirmar rotundamente que el nuevo sistema abaratará la financiación del déficit.

«HAY QUE ELIMINAR LAS POSIBLES DIFERENCIAS DE TRATO SEGUN LOS DISTINTOS INVERSORES»

Pedro GUERRERO GUERRERO

Secretario de la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid

¿Qué opinión general le merece el nuevo sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado?

Si la financiación del déficit público va a realizarse principalmente a través de emisiones en condiciones de mercado de deuda pública y, además, esta última va a constituir el instrumento básico para la articulación de la política monetaria del gobierno, parece clara la conveniencia de un mercado de este tipo, sin trasiego físico de títulos (como ya era el sistema bursátil desde 1974), con liquidación inmediata, con contratación continuada entre entidades no sólo por teléfono, sino también por pantalla, y en el que la liquidez se consigue a través de la actuación de determinadas entidades, los creadores de mercado, que están obligados a dar permanentemente, dentro de ciertos límites, precios vinculantes en ambos sentidos. El modelo implantado en España ha tratado de inspirarse en los mercados norteamericano e inglés, que vienen funcionando de forma muy eficiente sobre esquemas de este tipo.

Sin embargo, estos mercados, que ofrecen indudables ventajas para los grandes operadores institucionales y para la articulación de la política monetaria, plantean problemas de importancia para los inversores medianos y pequeños, que exigen adecuados mecanismos de corrección. En esencia, los problemas son tres:

a) Conflicto de interés en las entidades gestoras que actúan al mismo tiempo por cuenta



propia y ajena. Hace falta asegurar que no se antepondrán los intereses propios, en perjuicio de los inversores más incautos o peor informados.

b) Falta de transparencia derivada de la no concurrencia de las órdenes de compra y venta en un mercado centralizado. Es posible que las entidades gestoras estén ofreciendo, en un mismo momento, precios muy distintos a sus respectivos clientes.

c) Fragmentación del mercado. Si no se establecen procedimientos expeditivos y rápidos para la movilización de las cuentas de terceros, el sistema puede degenerar en una pluralidad de mercados cautivos en la órbita de las distintas entidades gestoras.

En mi opinión, estos problemas, aunque se abordan tímidamente en la Orden ministerial de 19 de mayo de 1987, no están suficientemente resueltos en la normativa dictada hasta ahora, aunque cabe esperar que lo estén en sus próximos desarrollos.

¿Cuáles son los condicionantes básicos que considera necesarios para la efectividad del nuevo mercado?

Puesto que en el nuevo mercado, de corte descentralizado, la liquidez se consigue no por la confluencia de ofertas y demandas, sino a través de la actuación de los *market makers*, que constituyen la pieza clave del sistema, creo que el

primer condicionante para su éxito estriba en la existencia de unos *market makers* eficientes, dotados de los medios humanos, técnicos y financieros necesarios para el cumplimiento de su delicada función. En este sentido, considero un factor importante la especialización, que difícilmente va a producirse, debido a la tipificación de las entidades gestoras que se hacen en la Orden ministerial de 19 de mayo de 1987.

Otros condicionantes básicos son, a mi juicio, la publicidad de los precios ofertados por las entidades gestoras, así como su carácter general y vinculante. Sólo con estrictos requisitos a este respecto puede mejorarse la transparencia, que constituye el verdadero talón de Aquiles de los mercados de este tipo.

Por último, es necesario que el sistema de traspasos de anotaciones en cuenta entre entidades gestoras, así como entre éstas y el sistema bursátil, sea ágil y fluido, al objeto de evitar la formación de mercados cautivos. En cuanto al mercado bursátil de anotaciones en cuenta, la potenciación del mismo como mercado centralizado, al que tengan fácil acceso los inversores medianos y pequeños, da claridad y estabilidad al sistema, sirviendo de contrapunto a eventuales posiciones de prepotencia de las entidades gestoras.

Creo que sin el cumplimiento de los requisitos indicados el mercado, al menos a nivel del gran público inversor, puede acercarse más a las pautas de conducta del mercado crediticio que a las que cabe esperar del mercado de capitales.

¿Qué opinión le merecen los requisitos exigidos para la participación de las entidades gestoras en este mercado?

El primero y más importante de los requisitos exigidos es el de su tipificación, pues las entidades gestoras han de pertenecer a alguna de las cuatro categorías que se mencionan, a saber: bancos, cajas, sociedades mediadoras en el mercado de dinero y sociedades instrumentales de agentes mediadores colegiados. Creo que esta exigencia constituye una de las deficiencias más graves de la reciente regulación del nuevo mercado, por cuanto, como he apuntado anteriormente, en un mercado de nuevo cuño y altamente tecnificado, la especialización supone una importante baza para unas entidades que han de cumplir una función tan compleja y delicada como la de los creadores de mercado. Una cosa es exigir que la labor de *market maker* se desempeñe exclusivamente por entidades separadas, como sucede en el mercado inglés, que tengan por único objeto la intermediación en el

mercado de deuda pública, y otra muy distinta es, yendo al extremo opuesto, impedir radicalmente que en el nuevo y complejo mercado existan entidades que se dediquen de forma especializada y exclusiva a tan importante actividad. Tanto bancos como cajas, mediadoras o instrumentales, tienen una actividad principal distinta de la intermediación en fondos públicos, y podrán dedicarse a esta última de una forma marginal o, en todo caso, secundaria. A mayor abundamiento, las instrumentales tienen problemas legales para participar plenamente en el nuevo mercado, al tener limitada su actuación por cuenta propia, y las mediadoras, en muchos casos, tienen una estructura de capital y un planteamiento que no encaja bien con las nuevas circunstancias. En definitiva, lo que hace el artículo 5.º, número 3, de la Orden de 19 de mayo de 1987 es configurar un mercado de deuda pública fuertemente dominado por las entidades de depósito.

La cifra mínima de recursos propios que se exigen en el artículo 5.º, número 4, de la Orden ministerial me parece adecuada, en una primera fase, a la dimensión que, en principio, cabe esperar del mercado español, aunque posiblemente deba ser revisada en el futuro. Sin embargo, se echa de menos una afectación específica de recursos propios a la actividad de deuda pública, pues de poco vale su cuantía si han de responder de otras actividades distintas.

¿En qué medida le parece que puede mostrarse útil para el desarrollo de la política monetaria del gobierno?

Creo que una de las principales ventajas que ofrece un sistema como el recientemente implantado es precisamente su idoneidad para la instrumentación de la política monetaria a través de la intervención del banco emisor en el mismo y de la rápida transmisión de los impulsos recibidos por parte de los *market makers*.

Si el nuevo mercado alcanza el desarrollo y la profundidad que se espera, facilitará notablemente la instrumentación de la política monetaria, al ofrecer un nuevo e importante cauce de actuación.

¿Cree usted que el nuevo sistema colaborará a un desarrollo efectivo de los mercados secundarios de deuda pública en España?

Creo que el factor decisivo para la potenciación del mercado secundario será la anunciada política de emisiones en volúmenes importantes y con condiciones de mercado, prescindiendo de coeficientes y circuitos privilegiados, lo que

le dará al mercado una profundidad de la que hoy todavía carece.

El nuevo sistema, en sí mismo considerado, agiliza la operatoria en el mercado secundario de las grandes entidades financieras y reduce sus costes de transacción.

Sin embargo, respecto de los inversores medianos y pequeños, el nuevo sistema ofrece, a cambio de una mayor liquidez debida a la actuación permanente de los *market makers*, una menor transparencia, que redundará en mayores costes implícitos ocasionados por los márgenes de los creadores de mercado, información imperfecta acerca de los mejores precios de cada momento, etc. Esta diferencia puede corregirse notablemente mediante la potenciación del mercado bursátil de anotaciones en cuenta, el establecimiento de normas rigurosas sobre publicidad y carácter vinculante de los precios ofertados y rápida movilización de los saldos por cuenta de terceros.

¿Considera usted que el nuevo sistema permitirá una financiación más ortodoxa y más barata del déficit público?

La mayor o menor ortodoxia en la financiación del déficit dependerá de las decisiones que adopte el gobierno sobre apelación al Banco de España y de la política de emisiones del Tesoro, pero no del nuevo sistema de anotaciones en cuenta. El nuevo sistema, en sí mismo considerado, constituye simplemente un instrumento que puede utilizarse en mayor o menor medida, dependiendo de lo que decida el poder público al respecto.

Respecto a la baratura, caso de que se opte por una financiación más ortodoxa, vía emisiones de deuda pública, dependerá fundamentalmente de la evolución de los tipos de interés, que sólo de forma muy secundaria se verá afectada por la implementación del nuevo sistema. En sentido estricto, y desde el punto de vista del Tesoro, la financiación más barata sería la apelación al banco emisor, que tiene coste cero, aunque produzca efectos indeseables en la economía por las distorsiones que introduce en el resto de los mercados financieros, las ineficiencias que de éstas se derivan y, sobre todo, por su fuerte carácter inflacionista.

«EL TESORO DEBE FIJAR EL CUADRO DE INSTRUMENTOS QUE SE VAN A UTILIZAR PARA FINANCIAR EL DEFICIT»

Arturo DE LA LAMA
Servicio de Estudios del Banco de España

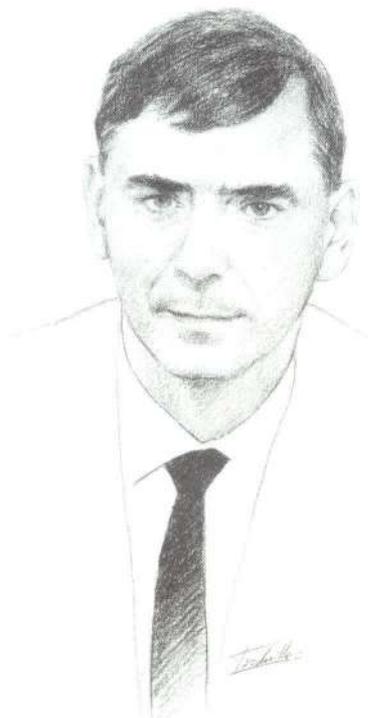
¿Qué opinión general le merece el nuevo sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado?

La creación de un sistema como el de anotaciones en cuenta, que permite que el mantenimiento y movilización de los saldos de deuda se realicen de forma ágil, segura y económica, es uno de los ejes fundamentales de una política de deuda que quiera hacer mínimos los problemas que plantea la financiación del déficit público. Por tanto, mi opinión sobre el sistema de anotaciones es totalmente positiva.

¿Cuáles son los condicionantes básicos que considera necesarios para la efectividad del nuevo mercado?

Ciertamente, ese sistema de anotaciones es solamente una de las muchas exigencias que plantea la creación de ese mercado y de esa política de deuda que minimice los problemas de financiación del déficit. Se hace, por tanto, necesario completar ese sistema de anotaciones con otra serie de iniciativas, ya puestas de manifiesto en muchas ocasiones y en muchos foros. Destaco entre ellas:

a) La aprobación en la Ley de Presupuestos de un límite del recurso que el Tesoro puede hacer al Banco de España para financiar el défi-



cit. Estableciéndose también los límites que podría alcanzar anualmente la financiación mediante la emisión de títulos.

b) Fijar definitivamente el cuadro de instrumentos financieros que van a utilizarse para la financiación del déficit, estableciendo sus características de plazo, fiscalidad, computabilidad en coeficientes, sistemas de colocación, resolución de subastas y régimen de comisiones. Quiero insistir en el carácter definitivo de esa fijación o, al menos, en la necesidad de preaviso al sistema de los cambios que quisieran introducirse en todos estos

aspectos, con un plazo de antelación superior o, como mínimo, igual al plazo de emisión de los instrumentos que se vean afectados por los cambios.

c) Desarrollar la organización del mercado, haciendo que el funcionamiento efectivo de éste vaya delimitando los eventuales papeles a ejercer por los distintos agentes e instituciones del mercado. Entran aquí el posible surgimiento de los creadores de mercado, de los corredores entre negociantes de deuda, de las cámaras de compensación que presten servicios a grupos de entidades gestoras, de los mercados de futuros que permitan disminuir los riesgos de interés de la operatoria, etc.

¿Qué opinión le merecen los requisitos exigidos para la participación de las entidades gestoras en este mercado?

Los requisitos para las entidades gestoras me parecen prudentes y adecuados. Es cierto, no obstante, que los requisitos de información de la operatoria realizada con clientes o la vigilancia de los riesgos asumidos en esa operatoria obligan a proveerse de potentes y más o menos complejas mecanizaciones que, para una institución con amplia red de oficinas, no son fáciles de improvisar. Máxime cuando algunos de esos aspectos —cobertura de la información y forma en que debe suministrarse, contabilización de la operatoria, etc.— no están lo bastante cerrados. Entiendo que esto debería llevar al Banco de España a adoptar una postura inicial flexible en relación a estos requisitos.

¿En qué medida le parece que puede mostrarse útil para el desarrollo de la política monetaria del gobierno?

En mi opinión, la utilidad del mercado de deuda en el desarrollo de la política monetaria dependerá básicamente de dos grandes cuestiones. Primera, de cómo interprete el Tesoro la responsabilidad que le incumbe de establecer una política estable y sostenida de emisiones. Política estable y sostenida que implica, en mi opinión, al menos cuatro apartados: *a)* el establecimiento a principios de año del programa aproximado de emisiones; *b)* la definitiva fijación del cuadro de instrumentos, sus características y formas de emisión y colocación; *c)* la aceptación de los tipos de mercado como tipos que determinen los de emisión de los títulos, y *d)* la coordinación con el Banco de España para que, dentro de ese programa anual de emisiones, y dentro de esa aceptación de los precios de mercado, ambos aspectos puedan ser matizados según las necesidades que la regulación de la liquidez recomiende. Este último apartado es especialmente complejo y admite soluciones variadas (por ejemplo, entrega por el Tesoro de títulos al Banco de España, con cargo al recurso acumulado del Tesoro, para que el Banco de España realice las intervenciones necesarias).

La segunda cuestión determinante es que el Tesoro vea limitado legalmente su recurso al Banco de España, y que la mayor capacidad de financiación del déficit (derivada de la creación del nuevo mercado de deuda) no disminuya la preocupación por contener la cuantía del déficit público. En otro caso, la creación del mercado de deuda podría acabar teniendo efectos perversos

sobre la instrumentación monetaria. Cumplidas esas dos condiciones, se abre un enorme campo para que ese mercado de deuda contribuya enormemente al desarrollo de la política monetaria. Primero, porque la financiación del déficit no aparecerá ya como uno de los factores limitativos, condicionantes y perturbadores en el desarrollo de la política monetaria. Segundo, porque ese mercado de deuda permitirá la aplicación de nuevas técnicas de intervención del Banco de España en su función reguladora de la liquidez monetaria.

¿Cree usted que el nuevo sistema colaborará a un desarrollo efectivo de los mercados secundarios de deuda pública en España?

Estoy convencido de ello, y esto a pesar de que a corto y medio plazo el desarrollo de esos mercados secundarios de deuda tiene algunas consecuencias que no son estrictamente favorables para el sistema bancario. A nadie se le oculta que esos mercados van a facilitar el incremento relativo de los pasivos emitidos por el sector público y el descenso relativo de los emitidos por el sector bancario. A cambio, el sistema bancario va a gozar de una mayor estabilidad en los ritmos de captación e inversión de sus recursos y de una mayor libertad en su asignación. El efecto neto para el sistema bancario dependerá, en gran medida, de si ese mercado de deuda más potente incrementa o no la cuantía del déficit público por encima de la que hubiera resultado en su ausencia. Es decir, dependerá de la aparición o no del efecto perverso a que antes me refería.

Por otra parte, esos mercados secundarios de deuda van a acelerar y, a su vez, van a ser acelerados por la transformación de las relaciones entre el cliente y las instituciones bancarias, al promover mayores niveles de información, mayores alternativas y mayores niveles de exigencia por parte de esa clientela. Pero estamos ya, en todo caso, introducidos en esa dinámica de transformación de las relaciones con el cliente, y sólo las instituciones que sean capaces de asimilarla van a tener cabida en el nuevo esquema emergente de funcionamiento de nuestro sistema financiero.

Como una cuestión técnica, cabe apuntar que el desarrollo de los mercados secundarios de deuda se hubiera visto facilitado de no existir las limitaciones existentes en la nueva regulación respecto a las ventas temporales a clientes por parte de las entidades gestoras, en base a saldos de deuda adquiridos temporalmente por éstas.

¿Considera usted que el nuevo sistema permitirá una financiación más ortodoxa y más barata del déficit público?

Desde luego que sí. Pero me remito aquí, en gran medida, a lo ya contestado a la pregunta sobre su utilidad para el desarrollo de la política monetaria, porque ambos aspectos están muy interrelacionados. En todo caso, me parece oportuno apuntar el hecho de que en la minimización del coste del déficit público es necesario tener tanto una óptica de largo plazo como una óptica de las relaciones financieras entre Banco de España y Tesoro.

Una óptica de largo plazo, porque la eventual renuncia a soportar en determinados períodos precios de mercado en la financiación del déficit y el recurso, en consecuencia, a procedimientos que temporalmente eviten esos costes de mercado, tiende a originar procesos que al final derivan en un encarecimiento de esa financiación. Es difícil, efectivamente, que el sistema asista

regularmente a las emisiones de deuda y comercialice luego las carteras adquiridas si ese mercado de emisiones sólo funciona cuando las expectativas de tipos de interés son favorables para el emisor.

Y una óptica de las relaciones financieras entre Banco de España y Tesoro, porque precisamente ante esa eventual renuncia temporal a financiar el déficit en condiciones de mercado tendrá que ser el Banco de España quien intervenga, esterilizando la liquidez no retirada por el mecanismo de las emisiones. Ello se hará a precios de un mercado que (por circunscribirse principalmente a un segmento, el bancario, mucho más restringido y con demandas de remuneración más altas que las del público en general) dará origen a una disminución de los resultados del Banco de España (es decir, de los ingresos patrimoniales del Tesoro) mayor, generalmente, que el ahorro de coste conseguido por el Tesoro al renunciar temporalmente a las emisiones.

«LOS NUEVOS MERCADOS EXIGEN MAYOR VIGILANCIA E INSPECCION POR PARTE DE LA AUTORIDAD MONETARIA»

Quintín PADRON DELGADO
Director general de la
Caja General de Ahorros de Canarias

¿Qué opinión general le merece el nuevo sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado?

Creo que es el moderno medio que exigía el mercado de valores español para convertirse en un mercado dinámico, en expansión y eficiente, capaz de hacer de foco competitivo con los otros países occidentales.

Es preciso ahora que el sistema se extienda rápidamente hacia aquellos otros valores, sean de rentabilidad implícita o explícita, que no sólo la iniciativa pública, sino también la privada, pongan en circulación con las adecuadas especificaciones.

¿Cuáles son los condicionantes básicos que considera necesarios para la efectividad del nuevo mercado?

Una completa vigilancia e inspección del Banco de España sobre las entidades titulares y, de forma especial, sobre los gestores. Es absolutamente precisa una frecuencia estudiada en estas inspecciones, que evite a tiempo una caída de la confianza en el sistema.

Una exigencia revisada de la solvencia y del sentido de disciplina rigurosa en cuanto a las normas.



No permitir la actuación como gestoras sino a aquellas entidades que puedan asegurar una tecnología de administración y control de las anotaciones a costes adecuados.

¿Qué opinión le merecen los requisitos exigidos para la participación de las entidades gestoras en este mercado?

Muy buena, en general. Estas medidas serán regularmente examinadas, supongo, para ser actualizadas. Están considerados aspectos fundamentales: solvencia neta, imagen adecuada, no intrusismo, tecnología apropiada y disciplina normativa y fiscal.

Siempre habrá quien proteste por no estar incluido, pero entiendo que estamos ante un procedimiento y un sistema en que la «calidad a prueba» de sus gestores es imprescindible, ya que el «papel-valor» queda sustituido por un intangible.

¿En qué medida le parece que puede mostrarse útil para el desarrollo de la política monetaria del gobierno?

En la medida en que agiliza extraordinariamente en el tiempo la conversión de una liquidez en un valor a largo, y viceversa, parece ser, sin

perder las ventajas intrínsecas de las emisiones de deuda pública para el control de las magnitudes monetarias, un instrumento poderoso de regulación.

Por otra parte, al proporcionar un mayor campo para la colocación y negociación de la deuda, facilita también especialmente la regulación de la liquidez.

¿Cree usted que el nuevo sistema colaborará a un desarrollo efectivo de los mercados secundarios de deuda pública en España?

Ciertamente. Preveo que el sistema, al permitir *repos de repos*, por un lado, y, por otro, la incorporación de redes importantísimas de puntos de venta, creará muy rápidamente mercados secundarios de volúmenes de contratación intensos y de dinámica movilidad.

Por otra parte, esta nueva modalidad va a facilitar el proceso de desintermediación de activos y la actuación no intermediente de la banca y de las cajas de ahorros, con flujos de comisiones e ingresos de productos ordinarios que mejoran la cuenta de resultados a cambio de no riesgo.

¿Considera usted que el nuevo sistema permitirá una financiación más ortodoxa y más barata del déficit público?

En todo caso, para la primera calificación, la facilitará en la medida en que por el Tesoro se acuda a esta vía como medio ortodoxo de financiación.

Sí creo absolutamente que permitirá un abaratamiento en su origen, por razón de la demanda ampliada, de una parte, y de la competencia que originará entre las entidades gestoras, de otra.

«ALGUNAS DE LAS LIMITACIONES LEGALES IMPEDIRAN UN DESARROLLO MAYOR DEL SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA»

Juan Antonio PALACIOS RAUFAST
Director general adjunto del Banco de Vizcaya

¿Qué opinión general le merece el nuevo sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado?

Es claramente muy positiva, porque presenta dos ventajas significativas sobre la situación anterior. En primer lugar, el nuevo sistema que acaba de instaurarse proporciona una rapidez y agilidad mucho mayor que el que ahora termina. Baste con señalar que con el sistema antiguo la liquidación efectiva de las operaciones tardaba en conseguirse en torno a las dos semanas. Ahora este tiempo se va a reducir a un día, porque el sistema telefónico del Banco de España, al que se comunicarán todas las operaciones de cesión, liquidará con valor del día siguiente al que se comunique. Es evidente, pues, la agilidad que se consigue.

En segundo lugar, se van a reducir de manera significativa los costes que hasta ahora soportaban todas estas operaciones. Las transacciones van a estar libres de costes directos, aunque haya un coste global, que convendría repercutir sobre todas y cada una de las operaciones que se realicen, derivado del uso del sistema telefónico. Pero, en cualquier caso, la reducción de costes será importante para todas las instituciones que participen en el sistema de anotaciones en cuenta. La supresión de los aranceles y correajes a que estaban sujetas las operaciones que



se venían haciendo permite afinar mucho más los precios de las cesiones y de todas las operaciones. Pero, además, es la única vía para realizar operaciones a muy corto plazo, que de otra manera resultarían antieconómicas. Hasta ahora no se podían realizar operaciones a plazos semanales porque los costes legales en que se incurría suponían bastante más que los posibles márgenes que pudieran obtener las instituciones que los realizaran.

¿Cuáles son los condicionantes básicos que considera necesarios para la efectividad del nuevo mercado?

Me parece que la normativa que se ha dictado es suficiente, en términos generales, por las garantías de transparencia e información que ofrece. Estas dos cuestiones son las que más preocupaban a todos los que pensamos en la necesidad de poner en marcha el nuevo sistema de anotaciones en cuenta, y creo que se han resuelto en gran parte con los mecanismos establecidos tanto para las sociedades creadoras de mercado como para el resto de entidades y sociedades que acaben formando parte del nuevo sistema.

Sin embargo, creo que han subsistido algunas deficiencias, a pesar de que se han discutido en numerosas ocasiones, que van a impedir un desarrollo total del nuevo sistema de anotacio-

nes en cuenta. La primera de estas deficiencias es la prohibición expresa de las autoridades monetarias de que las entidades que participen en el sistema de anotaciones en cuenta puedan hacer *repos de repos*. Esta prohibición significa que si una institución adquiere deuda del Estado por un tiempo inferior a su vencimiento no puede, durante el período en el que es realmente la propietaria de este título, volverlo a ceder por un tiempo inferior a su vencimiento parcial. Las cesiones, por tanto, sólo se pueden realizar cuando los títulos se han adquirido en firme y han entrado a formar parte de la cartera propia de cada institución. Esta limitación no representa otra cosa que «querer poner puertas al campo», y de hecho se reconoce que la prohibición se debe a problemas administrativos: los programas informáticos son distintos a los que se han venido utilizando para los pagarés del Tesoro. Existe un cierto compromiso, indeterminado en cuanto a su concreción temporal, en el que se reconoce que en un futuro será posible realizar *repos de repos*.

Existe otra limitación formal que impedirá un mayor desarrollo del mercado de deuda del Estado mediante anotaciones en cuenta. Me refiero al hecho de que no se permite separar y, por lo tanto, realizar operaciones diferenciadas, con el nominal de las emisiones y los intereses que devengará ese nominal. Las instituciones tienen que ceder o adquirir el título completo. El mecanismo de separación se permite en otras naciones con un mercado mucho más profundo. Y ello es lógico porque, entre otras cosas, solucionarían el escollo de a quién le corresponde hacer frente a la retención fiscal de los cupones, cuestión que no existe normalmente en otros mercados.

Hay entidades sin ánimo de lucro que no tienen derecho a devolución de las retenciones que se les practiquen y que, si se admitiera la separación entre capital e intereses, podrían no perder esas retenciones que se les realizan. Otras sociedades pueden saber que, a un plazo relativamente alto, tendrán que hacer frente a unos pagos elevados, por lo que necesitarán fondos en ese momento y no antes. La posibilidad de poder adquirir a plazo fijo sólo la parte correspondiente a capitales, dejando que sean otras personas, físicas o jurídicas, quienes asuman el cobro de intereses y el pago de las retenciones correspondientes, permitiría abrir más el mercado.

¿Qué opinión le merecen los requisitos exigidos para la participación de las entidades gestoras en este mercado?

Me parecen razonables y dentro de lo que cabría esperar. En realidad, no se pide otra cosa que un acuerdo del Consejo de Administración de las sociedades que quieran ser entidades gestoras manifestando dicha voluntad. A este acuerdo tienen que añadir un memorándum explicando qué es lo que pretenden realizar dentro del nuevo mercado que se crea. Una cuestión importante y positiva es la decisión de las autoridades de empezar a exigir unas cantidades de capital en estas sociedades suficiente para poder cubrir los posibles riesgos de intereses en los que puedan incurrir. De esta forma se establece una limitación selectiva de entidades que operen en el mercado y se trata de evitar problemas que han ocurrido no hace demasiados meses, y que podrían haber afectado no sólo a las entidades que concretamente se vieron afectadas, sino al conjunto de los nuevos mercados. Hay que tener en cuenta que el desarrollo de los mercados financieros en España es relativamente nuevo y que cualquier problema podría frenar su desarrollo para un tiempo bastante prolongado.

Parece que las autoridades económicas y monetarias han optado por un modelo basado en la solvencia y en la seguridad de las entidades partícipes, lo que implica, al menos en un principio, que el número de sociedades sea reducido. De todas formas, tampoco hay que mitificar el papel que juegan las entidades gestoras dentro del nuevo sistema. Las probables quejas que los agentes de cambio y Bolsa realicen, por estimar que se quedan fuera del nuevo sistema puesto ahora en marcha, son comprensibles, al menos en parte; pero estimo que hay que enmarcarlas dentro del objetivo perseguido de conseguir un mercado ágil, solvente y seguro.

¿En qué medida le parece que puede mostrarse útil para el desarrollo de la política monetaria del gobierno?

Pienso que la utilidad es clarísima. Las anotaciones en cuenta son absolutamente indispensables para que el gobierno pueda llevar a cabo su política monetaria. No se puede hablar de operaciones de mercado abierto, pero se acercan mucho. Lo cierto es que el sistema de anotaciones en cuenta y la aparición de la letra del Tesoro van a permitir, aparte de lo que representan para financiar el déficit público, nuevos mecanismos de articulación de la política monetaria que servirán para impedir los sobresaltos

que, de vez en cuando, se han venido produciendo precisamente por la falta de estos mecanismos.

¿Cree usted que el nuevo sistema colaborará a un desarrollo efectivo de los mercados secundarios de deuda pública en España?

El sistema de anotaciones en cuenta es indispensable y necesario para el desarrollo del mercado secundario. El abaratamiento de las transmisiones y la posibilidad de que sean numerosas, y por el tiempo que se quiera, son las causas que explican su necesidad. Pero no tiene por qué ser suficiente. Con el sistema sólo el Tesoro no tiene solucionados los problemas de financiación del déficit público. Hoy por hoy, el sistema es incompleto.

Hay que ir a la creación de un núcleo de entidades, un núcleo pequeño, que hagan mercado fijando precios comprador y vendedor de forma continua, y que proporcionen liquidez al nuevo mercado que garantice posibilidades reales de entrar y salir de él hasta a las operaciones de los inversores más pequeños. Los precios fijados deben ser transparentes y universales, con las peculiaridades que las diferentes cantidades que entran en cada operación establecen en los niveles de precios en todas partes. Pero se debe salvaguardar la transparencia como elemento esencial.

El problema surge cuando se discute sobre algo que puede parecer pura filosofía, pero que encierra problemas importantes. El núcleo reducido, las entidades creadoras de mercado, ¿deben surgir del propio mercado o deben ser empujadas por actuaciones de las autoridades que impulsen que algunas entidades se suban a este tren o no? Se sabe, por experiencias propias y extrañas, que del propio mercado no surgirán estas entidades o tardarán mucho en hacerlo. Las instituciones se convertirán en creadoras de mercado en la medida en que obtengan contrapartidas por realizar una función que, en frío y teóricamente, les pueden producir ciertos riesgos que tratan de anular. Por ello, pedirán contrapartidas. En el momento actual estas contrapartidas no existen y, por tanto, quienes podrían formar parte del núcleo inicial no se sienten estimulados para dar el paso adelante. La articulación del nuevo sistema se ha iniciado fijando las condiciones que deberán cumplir estas entidades, las obligaciones, y no los hipotéticos derechos o contrapartidas que consideran que deben tener.

Las condiciones impuestas son relativamente

complejas, como la de asistir de forma obligada a todas las emisiones que el Tesoro saque, y, sin embargo, no se ha establecido, como es normal en otros países, que sean sólo estas entidades creadoras de mercado las que acudan a dichas subastas.

En definitiva, lo que parece necesario es instrumentar un comité formado por las entidades creadoras de mercado, el Tesoro y el Banco de España, en el que se intercambien informaciones complementarias. Las entidades creadoras de mercado pueden suministrar los datos necesarios para que se conozca la situación real del mercado en cada momento y los posibles cambios de tendencia que pudieran tener lugar. Al tiempo, estas sociedades podrían también recibir indicaciones de las posibles modificaciones de la política monetaria del Tesoro y del Banco de España. Sería una forma de que las contrapartidas lógicas que deben recibir estas entidades pudieran concretarse sin que ello supusiera una competencia desleal.

¿Considera usted que el nuevo sistema permitirá una financiación más ortodoxa y más barata del déficit público?

El sistema de anotaciones en cuenta no generará por sí mismo ni una financiación más ortodoxa ni más barata. Si se decide ir hacia la creación de un mercado más líquido y más amplio que el actual, el Tesoro podrá llevar a cabo una financiación más ortodoxa de sus necesidades de recursos. El abaratamiento del déficit es algo impredecible incluso en un mercado más desarrollado, ya que no depende exclusivamente de esta variable.

Hay que tener en cuenta que el fracaso de los anteriores sistemas de financiación desembocó en una solución temporal que a nadie le gusta: la sucesiva elevación de los coeficientes obligatorios para bancos y cajas de ahorros que garanticen, de una forma o de otra, que el Tesoro recibe los recursos necesarios para financiar sus déficit, independientemente de que un sistema sea más barato que otro. Por ello, a nadie le interesa que fracase este nuevo sistema, porque representaría, una vez más, el mantenimiento, cuando menos, de los actuales niveles de coeficientes por problemas monetarios.

En la medida en que se logre desarrollar el mercado y aumente su profundidad y transparencia tenderá a ser más barato financiar el déficit mediante este tipo de operaciones, aunque al principio pueda resultar más caro. Basta con recordar el ejemplo del anterior sistema. Cuan-

do el Tesoro decidió empezar a emitir títulos a medio y largo plazo a través de los procesos de aseguramiento por las entidades financieras, la Administración incurría en unos costes que eran la suma de los tipos de interés y de las comisiones satisfechas por dichos aseguramientos.

En un principio, las comisiones eran pequeñas, y algunas entidades no tenían especial interés en colocar las emisiones públicas no sólo porque significaban una competencia directa con los propios productos de estas instituciones, sino porque había otras emisiones que les reportaban unas comisiones muchísimo más elevadas, y, por lo tanto, la rentabilidad inmedia-

ta de colocar unas emisiones y otras era muy distinta. Llegó un momento en que el Tesoro ofreció las mismas comisiones, o similares, que otras entidades privadas. Las instituciones financieras, en bloque, acudieron a la colocación sin dudarlo. Y se creó un mercado amplio, que de forma autónoma demandaba cantidades crecientes de deuda del Estado y que provocó, en un plazo relativamente corto, la reducción de las comisiones de colocación hasta dejarlas prácticamente reducidas a cero. Un mercado amplio nos llevará, indudablemente, a la desaparición de estas comisiones para las entidades financieras, y en este sentido la financiación será más barata para el Tesoro.

«SE CAMINA HACIA UN SISTEMA DE OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO»

Mateo RUIZ ORIOL

Director general de la
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid

¿Qué opinión general le merece el nuevo sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado?

No me sorprende la expectación que el nuevo sistema de anotaciones para la deuda del Estado está despertando, a pesar del largo proceso de gestación que ha requerido, porque entiendo que puede significar una transformación espectacular en el mercado financiero español.

Esta posibilidad parece avalada por la experiencia paralela en otros países, y por nuestra propia historia financiera, si recordamos el impulso trascendental que la figura del pagaré del Tesoro significó en su momento en el desarrollo del mercado monetario en nuestro país.

Aunque, como toda experiencia financiera, esta novedad en nuestro panorama financiero no está exenta de riesgos; riesgos para las autoridades monetarias, para las autoridades financieras y para las instituciones privadas que en él concurren, contemplo con optimismo el futuro de este nuevo mercado.

Cuáles son los condicionantes básicos que considera necesarios para la efectividad del nuevo mercado?



Desde la perspectiva de los agentes privados, la aceptación de este activo público en el mercado de particulares constituye obviamente un requisito necesario para su normal funcionamiento; asimismo, considero fundamental que, en el menor tiempo posible, algunas entidades gestoras asuman como vocación la creación de mercado, aunque entiendo, al mismo tiempo, que los riesgos y el esfuerzo que tal decisión comporta exigen buenas dosis de prudencia. En este sentido, la importancia del éxito en la selección o autoselección de entidades creadoras de mercado y de las entidades intermediadoras entre negociantes de deuda es difícil de exagerar.

Y, finalmente, sería especialmente adecuado alcanzar entre los intermediarios cierto acuerdo deontológico por lo que respecta a las prácticas operativas y comerciales, en orden a conseguir el más correcto funcionamiento del mercado.

Por otra parte, y desde la perspectiva de los emisores, considero necesario que las autoridades monetarias y financieras reduzcan, en la medida de lo posible, las incertidumbres asociadas a los objetivos y mecanismos de financiación del déficit. Circunstancia que se traduce en la posibilidad y seguimiento de los calendarios de

subastas del Tesoro y, adicionalmente, en una inequívoca voluntad y un sistema de subasta que asegure la financiación del déficit a tipos de mercado.

¿Qué opinión le merecen los requisitos exigidos para la participación de las entidades gestoras en este mercado?

La regulación disponible sobre los requisitos exigidos a las entidades gestoras —excluyendo quizá los relativos a recursos propios, aceptación de normas de funcionamiento y de supervisión, y otros de carácter objetivo— sugiere la necesidad de una tarea de interpretación de los mismos, especialmente por lo que respecta a qué debe entenderse por «sistemas adecuados de organización, de control y medios técnicos suficientes».

Considero que esta cierta «indefinición legal» transmite incertidumbre en la toma de decisiones de las instituciones que desean participar en el mercado, si bien parece lógica en un mercado incipiente y es normal que la reglamentación se desarrolle en un futuro a la vista de la experiencia del mercado.

En todo caso, parece seguro que las instituciones que desean mantener una posición activa como entidades gestoras, y especialmente aquellas que acepten compromisos importantes de contrapartida en nombre propio, van a asumir un importante esfuerzo en organización y en dotación tecnológica.

¿En qué medida le parece que puede mostrarse útil para el desarrollo de la política monetaria del gobierno?

A nadie se le ocultan las dificultades a las que las autoridades monetarias se han enfrentado recientemente en su tarea de instrumentación de la política monetaria: la continua necesidad de valorar la selección óptima del agregado monetario elegido como objetivo intermedio y las dificultades de instrumentación con pagarés del Tesoro, que han conducido a la reciente aparición de la nueva figura de la letra del Tesoro.

En este sentido, entiendo que es uno de los objetivos esenciales del nuevo sistema de anotaciones contables para la deuda pública la consecución de un mercado de activos públicos que permita utilizar este instrumento en las operaciones de mercado abierto, de forma simétrica, tanto en el drenaje como en la inyección de liquidez.

El éxito en la consecución de los rasgos de perfección de este mercado afectará, en consecuencia, a su contribución a la instrumentación de la política monetaria.

¿Cree usted que el nuevo sistema colaborará a un desarrollo efectivo de los mercados secundarios de deuda pública en España?

Efectivamente, considero que este sistema de anotaciones en cuenta, que se soporta jurídicamente en una doctrina más cercana al concepto de derecho-valor, implica una mayor agilidad y funcionalidad, y costes más reducidos en la transmisión, lo que favorece la liquidez del mercado y, en definitiva, el desarrollo de mercados secundarios.

En todo caso, mirando un poco más allá, la consecución de un mercado de deuda pública suficientemente amplio, profundo y flexible constituye un requisito necesario para la constitución de un mercado de futuros financieros, instrumento de cobertura que considero necesario en nuestro panorama financiero.

¿Considera usted que el nuevo sistema permitirá una financiación más ortodoxa y más barata del déficit público?

Durante bastante tiempo ha constituido un lugar común que la financiación del déficit público a través del mercado de deuda es un sistema de financiación del déficit más ortodoxo que las posibilidades alternativas.

Recientemente, esta calificación ha sido valorada precisando algo más sobre los requisitos de esta ortodoxia. Lo que parece claro, en todo caso, es que el nuevo sistema puede contribuir a reducir los costes de intervención pública en el mercado, actuando positivamente sobre los costes de financiación.

Por lo que respecta al posible abaratamiento de la financiación del déficit público, en un horizonte a largo plazo valoraría como realmente positiva no tanto una financiación «especialmente» barata del déficit —lo que entiendo que no puede ser independiente del volumen de las necesidades financieras del sector público y de su nivel de endeudamiento— como una financiación eficiente y a precios de mercado: una financiación del déficit en la que se pueda prescindir progresivamente de mecanismos artificiales de generación de demanda de activos públicos como son, en definitiva, los coeficientes obligatorios.

«CON ESTE NUEVO ENFOQUE DEL MERCADO DE DEUDA ES PREVISIBLE QUE ESTE SE CONVIERTA EN EL EJE DEL SISTEMA FINANCIERO»

Pedro ZAFRA ARROYO
Director general de Intermoney

¿Qué opinión general le merece el nuevo sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado?

El nuevo sistema aporta un cambio sustancial en nuestro mercado tradicional de valores, adaptándolo a desarrollos más adecuados a las necesidades actuales, a semejanza de sistemas financieros más modernos, donde las necesidades de financiación del Estado han propiciado planteamientos nuevos en el tratamiento de los activos emitidos por el mismo.

Este sistema, que conlleva el montaje de una gran Central de Anotaciones en Cuenta de deuda pública por el Banco de España, se sirve de los actuales avances tecnológicos para dotar al mercado de deuda de una rapidez y volúmenes operativos importantes, una difusión y acercamiento de sus mercados a todos los inversores potenciales, junto con un control y aseguramiento en su negociación.

Con este nuevo enfoque del mercado de deuda, que supone la eliminación de las trabas y rigideces actuales de los mercados de valores, es previsible que éste se convierta en el eje del sistema financiero, propiciándose la constitución de carteras importantes en las entidades financieras y en inversores institucionales y privados, constituyendo los grupos de activos con un mercado de mayor profundidad y difusión en nues-



tro sistema. Esto conlleva aumentar las posibilidades de financiación directa del Estado, su acercamiento a los inversores finales, un abaratamiento de sus costes de emisión y un mercado monetario importante, donde poder desarrollar y gestionar más adecuadamente la política monetaria.

¿Cuáles son los condicionantes básicos que considera necesarios para la efectividad del nuevo mercado?

Desde el lado del emisor de los activos que este mercado va a tratar, es decir, el Tesoro público, será imprescindible una clarificación en su

política de emisiones, con la configuración de los diferentes activos a corto, medio y largo plazo a emitir, así como sus características normalizadas, sus calendarios preestablecidos de emisión y los volúmenes a emitir, su forma de asignación, sobre todo el aseguramiento de que los tipos de interés resultantes respondan al desenvolvimiento y a criterios de mercado.

Desde el lado de la organización del mercado, es básico un normal y efectivo funcionamiento del centro que va a soportarlo, es decir, de la Central de Anotaciones en Cuenta, con una clara descripción de sus relaciones operativas con los usuarios, aspecto que actualmente se está desarrollando. Además, las necesidades de organización exigen dejar clarificado cuáles van a ser

las distintas clases de agentes intervinientes en este mercado, sus funciones, así como las obligaciones exigidas. Opino que, preferiblemente desde un primer momento, la configuración de los mismos debe dejarse bastante establecida, independientemente de concreciones y modificaciones posteriores que aconseje la experiencia, ya que esto supone un esfuerzo de concreción mayor y, consiguientemente, redundaría en una mayor exigencia de funcionamiento operativo desde su inicio. Lo que enlaza con otra necesidad básica, cual es la de dotación de un mercado secundario, con conformación amplia de sus tipos de interés e importante negociación, que doten a los activos de una inmediata liquidez a precios objetivos.

La implantación y amplitud de este mercado secundario va a ser una pieza fundamental, además, para las intervenciones de la autoridad monetaria, uno de cuyos objetivos deberá ser la colaboración en la dotación de liquidez permanente a este mercado, en cuya fase inicial será más importante. Este mismo desarrollo posibilitará, por su mayor repercusión, y a su vez exigirá, que estas intervenciones sean graduales y acordes con la consecución de unos objetivos de política monetaria definidos de forma realista.

¿Qué opinión le merecen los requisitos exigidos para la participación de las entidades gestoras en este mercado?

La vía elegida es la de definición de unos requisitos objetivos dentro de un grupo de entidades que pueden acceder a esta calificación (banca privada, cajas de ahorros, SMMD y sociedades instrumentales). En principio, el grupo posible definido parece suficientemente amplio. Era lógico contar con los bancos y cajas de ahorros principalmente para difundir este sistema y los activos de deuda utilizando su red de ventas. Las SMMD, por su experiencia en la difusión de los pagarés del Tesoro y mantenimiento y financiación de cartera propia, era presumible que se incluyeran. Sin embargo, la inclusión de sociedades instrumentales, cuya imagen y funcionalidad se refieren fundamentalmente a su papel de intermediarios sin toma de posiciones, puede presentar aparentemente cierta contradicción.

Entre los requisitos objetivos está el de fijación de un nivel de recursos propios, 750 millones inicialmente, para pasar a 1.000 millones en un período de dos años. Toda definición de este tipo conlleva la posibilidad de su inadecuación en el transcurso del tiempo. Por ello se apuntaba

la posibilidad de su adecuación en función de criterios de proporcionalidad referidos a volúmenes de cartera mantenidos, riesgos por importes negociados y otros posibles parámetros de operatividad.

Otros requisitos, no tan concretos, se refieren al grado de organización, control y medios técnicos adecuados a juicio del Banco de España. El sistema de anotaciones en cuenta va a estar básicamente sostenido por la Central de Anotaciones y por las entidades gestoras. A éstas últimas corresponde un papel de difusión de la deuda pública, tanto al constituir cartera propia como, sobre todo, en sus relaciones con terceros inversores. El lógico control y seguridad de estas posiciones de terceros obliga a un sofisticado y ágil sistema de anotaciones y a un grado de organización elevada. La misión, además, de llevar obligatoriamente las labores de información y retenciones fiscales amplía las exigencias de organización informatizada. El mismo desarrollo a que estamos asistiendo, mediante los últimos decretos y circulares del Banco de España sobre las exigencias a que se somete a las entidades gestoras, obliga a la exigencia de estos requisitos de medios.

¿En qué medida le parece que puede mostrarse útil para el desarrollo de la política monetaria del gobierno?

Una de las lagunas que actualmente mostraba la política monetaria es la ausencia de mercados de activos monetarios de cierta profundidad y amplia base de negociación, con la posibilidad consiguiente de su transmisión al resto del sistema financiero, donde la autoridad monetaria pudiese desarrollar una serie de intervenciones con la finalidad de influir efectivamente en el desenvolvimiento del sistema hacia la consecución de sus objetivos monetarios. Esto, que ha sido una aspiración constante, se mostró como positivo en el tiempo en que los pagarés del Tesoro facilitaron esta labor. La pérdida de esta posibilidad con los pagarés del Tesoro dejó incompleta la instrumentación de la política monetaria. Recientemente hemos asistido a unas fuertes elevaciones en los tipos de interés y a un mercado monetario alterado, entre otras causas, por la ausencia de un mercado de deuda pública ya establecido.

El nuevo mercado que se define se muestra además útil para la política monetaria, porque obliga a establecer un cierto rigor en el planteamiento de la financiación de los déficit públicos y de la política de financiación del sector público.

La información constante y actualizada que proporcionará la Central de Anotaciones presentará un conocimiento ajustado a la realidad de un componente que será importante en las variables monetarias que controla el Banco de España.

Como apuntaba en otra respuesta, el desarrollo de estos mercados permitirá, y a su vez exigirá, una política de intervenciones continua y gradual, transmitiendo con menos costes y alteraciones los impulsos de la autoridad monetaria.

¿Cree usted que el nuevo sistema colaborará a un desarrollo efectivo de los mercados secundarios de deuda pública en España?

Considero que una de las finalidades primordiales de este nuevo sistema es permitir la creación de un mercado secundario profundo e importante, que posibilite, a su vez, unas amplias posibilidades de emisión y colocación para la deuda pública.

El planteamiento en anotaciones en cuenta como forma de materialización de los títulos y la puesta en funcionamiento de un medio de control de existencias y liquidación instantánea de las operaciones, como es la Central de Anotaciones gestionada por el Banco de España, significan, en suma, poner las bases imprescindibles para conferir a la deuda pública unas amplias posibilidades de desarrollo de sus mercados secundarios.

Las definiciones que se están haciendo en materia de organización del mercado, como normalización de los activos y sus características, grupos de agentes con acceso a su negociación y fijación de sus exigencias, descripción de la operativa a realizar y normas de liquidación, son también elementos imprescindibles para el desarrollo de los mercados secundarios que tratan de cubrir su imperiosa necesidad de normalización seguridad y rapidez en los procesos de negociación y liquidación de su operativa.

En este aspecto de organización aún queda por concretar la importante figura de los creadores de mercado, es decir, aquellas entidades gestoras que ocupan un puesto especial en el mercado secundario, con vocación y exigencias de una mayor presencia en el mismo, y encargadas, junto al Banco de España, de dotar en todo momento de liquidez al mercado de deuda. Esta especial posición de estas entidades conlleva una importante afectación de recursos a esta actividad en cualquier entidad financiera y una exposición al riesgo apreciable. Las facilidades

dadas hasta ahora, como son la especial relación operativa con el banco emisor y la utilización de un sistema de información de precios en firme soportado por los mediadores especializados en este mercado, parece que exigen un proceso de concreción mayor, fundamentalmente en las relaciones de los creadores con la autoridad monetaria, por una parte, y con el resto de entidades gestoras y titulares de cuenta, por otra, en un intento de valoración real de las facilidades a obtener que equilibre el riesgo inherente a esta figura. En este momento de iniciación del mercado secundario, el que éste cuente con una figura tan importante, con un grado suficiente de definición y concreción, es un aspecto crucial. El no contar con ello desde su inicio considero que podría dificultar un correcto desarrollo inicial del mercado. Esta concreción, además, afecta decisivamente a otra figura importante, como la de los mediadores especializados en deuda, a su configuración y campo posible de actuación y, en definitiva, a la potencialidad del mercado secundario a medio plazo.

¿Considera usted que el nuevo sistema permitirá una financiación más ortodoxa y más barata del déficit público?

Sí; al menos retirará los obstáculos actuales causantes de que esto no se haya conseguido plenamente. El Tesoro, con un mercado de emisión más potenciado para una gama de activos más diversificados con diferentes plazos de amortización, podrá obtener, en primer lugar, una financiación suficiente y, en segundo lugar, estructurarla de forma más equilibrada y acorde con sus necesidades a corto, medio y largo plazo.

Podrá minorar, efectivamente, en tanto que puede tener mercado para ello, las necesidades actuales de apelación al recurso del Banco de España como refugio actual a su falta de posibilidades de financiación vía mercado directamente. Es más, el propio desarrollo de este mercado irá exigiendo que se acuda en todo momento a él, aunque las condiciones de precios y colocación no sean del todo favorables al emisor. Si se quiere hacer una política adecuada de mercado, habrá que atender la exigencia de que sus condiciones se reflejen en las emisiones de cada momento. Cabe al Tesoro la posibilidad de gestión de deuda combinando, en situaciones adversas del mercado, sus diferentes activos y, en cierto grado, los volúmenes a adjudicar.

Por otra parte, la no inclusión de estos activos en circuitos privilegiados de financiación, vía coeficientes obligatorios, al sistema financiero

ayudará a conocer más claramente el costo real de la financiación del déficit público y a ponderar el volumen asequible de financiación que nuestro mercado financiero puede ir soportando en situaciones futuras.

En cuanto al abaratamiento de los costes de

financiación del déficit público, es lógico pensar que se puede producir una reducción en los costes reales en tanto en cuanto el sistema propicia un acercamiento mayor entre emisor e inversor, la disminución de aranceles y la de los márgenes de intermediación, como ha ocurrido en otros procesos de desintermediación.

COLABORADORES EN ESTE NUMERO

ARANCIBIA, Salvador. Periodista. Realizó estudios en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Complutense de Madrid. Ha trabajado en la revista *Posible* como encargado de la sección económica; en la agencia de prensa Colpisa, cubriendo información económica. En 1981 pasó a trabajar en la sección de Economía del diario *ABC* y, desde mayo de 1982, trabaja en la sección de Economía y Trabajo del periódico *El País*.

ANDREESCU, Jonh. Economista. Es Presidente del Consejo de Administración de Capital Markets Brokerage, S. A. y Capital Markets Software and Consulting, S. A. Ha sido responsable de las áreas de Sindicaciones y Trading de Mercado de Capitales de Citibank en Brasil, España y Londres durante diez años.

CUERVO-ARANGO MARTINEZ, Carlos. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid (1974) y Ph. D. por la Universidad de Minnesota (1982). Perteneció al equipo de FEDEA hasta septiembre de 1986. Ha sido profesor de Teoría Económica en el Departamento de Economía Cuantitativa de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Complutense. Actualmente es Subdirector de Gestión Monetaria (GESMOSA).

GARCIA FERRERO, Pedro. Nació en Fuensalida (Toledo) en 1927. Estudió Derecho en la Universidad Complutense de Madrid. Fue director de la revista *España Económica* y asesor económico de Louis Berger & Co. Colaborador de las revistas *De Economía e Información Comercial Española*. Desempeñó los cargos de Director General de «Crédito Federal» y Presidente Ejecutivo de «S. E. de Crédito Exterior». Actualmente es Presidente Ejecutivo de S. I. de Activos Financieros, S. A.

GARRIDO SANCHEZ, Ignacio. Nació en Jarandilla de la Vera (Cáceres) en 1943. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense. Economista titulado del Banco de España.

GUERRERO GUERRERO, Pedro. Nació en 1953. Es Licenciado en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid (1974). Abogado del Estado (1978). Destinado en la Delegación de Hacienda de Almería en el año 1980. Agente de Cambio y Bolsa de Madrid (1982). En 1985 pasó a formar parte de la Junta Sindical como Tesorero y en 1987 fue nombrado Secretario.

LAMA, Arturo de la. Licenciado en Ciencias Económicas por la Facultad de Económicas de Bilbao. Ha sido profesor encargado de curso de Teoría Económica y de Sistema Financiero en la Facultad de Ciencias Económicas de Bilbao. Su labor profesional se ha desarrollado en el Servicio de Estudios del Banco de Bilbao, primero como Director de Estudios Financieros, y actualmente como Director de Mercado Monetario y Financiero.

MENDOZA VILLAR, Manuel. Abogado del Ilustre Colegio de Abogados de Madrid. Profesor auxiliar de la cátedra de Hacienda Pública y Derecho Fiscal Español de la Escuela de Ciencias Empresariales de 1967 a 1973. Letrado del Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, desde diciembre de 1985 en los Servicios Jurídicos del Banco de España.

ORTEGA FERNANDEZ, Raimundo. Estudió Derecho y Ciencias Económicas en la Universidad de Madrid. Después de

estudiar estadística y técnicas de previsión financiera en París, ingresó en el Banco de España como Economista-Titulado del Servicio de Estudios en 1967. En 1969 y 1970 estudió en el Instituto de Tecnología de Massachusetts, especializándose en econometría y teoría monetaria. En 1977 pasó del Servicio de Estudios a la Oficina de Operaciones del Banco de España, de la cual fue nombrado Jefe en 1978. En septiembre de 1977 fue designado Secretario de la Comisión para el estudio del mercado de valores y desde diciembre de 1982 a octubre de 1985 desempeñó el cargo de Director General del Tesoro y Política Financiera. Actualmente es Director General del Banco de España.

PADRON DELGADO, Quintín. Nació en 1933. Actual Director General de la Caja General de Ahorros de Canarias. Ingresó en la Caja General de Ahorros y Monte de Piedad de Santa Cruz de Tenerife (actualmente Caja General de Ahorros de Canarias) en octubre de 1949, con la categoría de Auxiliar Administrativo. En 1968 accedió al puesto de Jefe del Departamento de Organización y Estudios, en 1977 al de Jefe del Área Financiera, en 1980 al de Director, en 1982 al de Director General en funciones y en 1984 al de Director General Adjunto (Director General en funciones). Representa a la Caja, como Consejero, en las siguientes Empresas participadas: SODICAN, S.A., NOVAMOR, S.A., Polígono Industrial de Granadilla, Polígono Industrial del Valle de Güímar, Fundación para la Investigación Económica y Social (INSIDES), Fundación «Centro Internacional de la Comunicación» (CICICOM). Consejero de UNELCO por el INI.

PALACIOS RAUFAST, Juan A. Ingresó en el Grupo Banco de Vizcaya en el año 1978. Actualmente es Director General Adjunto del Banco de Vizcaya, responsable del área de Tesorería. Profesor Extraordinario del IESE. Es Ingeniero Industrial (1965); Master en Economía y Administración de Empresas del IESE (1967), y Doctor en Administración de Empresas (Ph. D.) por la Universidad de Stanford, Estados Unidos (1973).

PEREZ FERNANDEZ, José. Jefe de Operaciones del Banco de España. Ha sido Profesor de Teoría Económica en la Universidad Complutense; Subjefe de Estudios Monetarios y Financieros y Jefe de Estudios Económicos y Coyuntura en el Banco de España.

RUIZ ORIOL, MATEO. Nació en Tarragona en el año 1925. Profesor Mercantil e Intendente Mercantil. Pertenece al Cuerpo de Contadores del Estado (excedente) y al Cuerpo Técnico de la Administración de la Hacienda Pública (excedente). Es, asimismo, Doctor en Ciencias Empresariales, ha sido Director General de la Caja de Ahorros Provincial de Tarragona. Es Director General de la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid (desde octubre de 1973), Vocal del Consejo de Administración de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, y Presidente de la Federación de Cajas de Ahorro de Castilla la Nueva.

UBIRIA ZUBIZARRETA, Sebastián. Economista por la Universidad de Bilbao. Ha sido Profesor no numerario (PNN) en la Facultad de Económicas de Bilbao en la materia de Teoría Económica (1972-1975). Miembro del Servicio de Estudios y Tesorería del Banco de Bilbao (1975-1978). Miembro del Servicio de Estudios del Banco de España (1978-1981). Actualmente trabaja en la Oficina de Operaciones del Banco de España (1981-1987).

ZAFRA ARROYO, Pedro. Licenciado en Derecho y Dirección de Empresas por ICADE. Ha trabajado en varias sociedades financieras y de asesoramiento bursátil y gestión de patrimonios. Es Director General de INTERMONEY.

**CAJAS DE AHORROS
CONFEDERADAS**

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE
ALBACETE
ALBACETE

CAJA DE AHORROS DE ALICANTE Y
MURCIA
ALICANTE

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE
ALICANTE
ALICANTE

MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE
AHORROS DE ALMERIA
ALMERIA

CAJA DE AHORROS Y PRESTAMOS
DE ANTEQUERA
ANTEQUERA (MALAGA)

CAJA DE AHORROS
DE AVILA
AVILA

MONTE DE PIEDAD
Y CAJA GENERAL DE AHORROS DE
BADAJOZ
BADAJOZ

CAJA DE BARCELONA
BARCELONA

CAJA DE PENSIONES PARA LA
VEJEZ Y DE AHORROS DE
CATALUÑA Y BALEARES
BARCELONA

CAJA DE AHORROS DE CATALUÑA
BARCELONA

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE
PIEDAD MUNICIPAL DE BILBAO
BILBAO

CAJA DE AHORROS VIZCAINA
BILBAO

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE
PIEDAD DEL
CIRCULO CATOLICO DE OBREROS
DE BURGOS
BURGOS

CAJA DE AHORROS MUNICIPAL DE
BURGOS
BURGOS

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE
PIEDAD DE CACERES
CACERES

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE
PIEDAD DE CADIZ
CADIZ

CAJA DE AHORROS Y PRESTAMOS
DE CARLET
CARLET (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS Y MONTE
DE PIEDAD DE CASTELLON
CASTELLON

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE
PIEDAD DE CEUTA
CEUTA

MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE
AHORROS DE CORDOBA
CORDOBA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE
CORDOBA
CORDOBA

CAJA DE AHORROS DE GALICIA
LA CORUÑA

CAJA DE AHORROS DE
CUENCA Y CIUDAD REAL
CUENCA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE
GIRONA
GIRONA

CAJA GENERAL DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE GRANADA
GRANADA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE
GRANADA
GRANADA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE
GUADALAJARA
GUADALAJARA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS Y
MONTE DE PIEDAD DE HUELVA
HUELVA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE
JAEN
JAEN

CAJA DE AHORROS DE JEREZ DE
LA FRONTERA
JEREZ DE LA FRONTERA (CADIZ)

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE
PIEDAD DE LEON
LEON

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE
LA RIOJA
LOGROÑO

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE
PIEDAD DE MADRID
MADRID

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE MALAGA MALAGA	CAJA DE AHORROS DE SABADELL SABADELL (BARCELONA)	CAJA DE AHORROS DE TORRENT TORRENT (VALENCIA)
CAJA DE AHORROS COMARCAL DE MANLLEU MANLLEU (BARCELONA)	CAJA DE AHORROS Y SOCORROS DE SAGUNTO SAGUNTO (VALENCIA)	CAJA DE AHORROS DE VALENCIA VALENCIA
CAJA DE AHORROS DE MANRESA MANRESA (BARCELONA)	CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SALAMANCA SALAMANCA	CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE VALENCIA VALENCIA
CAJA DE AHORROS LAYETANA MATARO (BARCELONA)	CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL DE SAN SEBASTIAN—DONOSTIAKO AURREZKI KUTXA MUNICIPALA SAN SEBASTIAN (GUIPUZCOA)	CAJA DE AHORROS POPULAR DE VALLADOLID VALLADOLID
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE MURCIA MURCIA	CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE GUIPUZCOA SAN SEBASTIAN	CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE VALLADOLID VALLADOLID
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ONTENIENTE ONTENIENTE (VALENCIA)	CAJA GENERAL DE AHORROS DE CANARIAS SANTA CRUZ DE TENERIFE	CAJA DE AHORROS DEL PENEDES VILAFRANCA DEL PENEDES (BARCELONA)
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE ORENSE ORENSE	CAJA DE AHORROS DE SANTANDER Y CANTABRIA SANTANDER	CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE LA CIUDAD DE VITORIA VITORIA
CAJA DE AHORROS DE ASTURIAS OVIEDO	CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SEGORBE SEGORBE (CASTELLON)	CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE ALAVA VITORIA
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE PALENCIA PALENCIA	CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SEGOVIA SEGOVIA	CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE ZAMORA ZAMORA
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE LAS BALEARES PALMA DE MALLORCA	MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE SEVILLA SEVILLA	CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ZARAGOZA ZARAGOZA
CAJA INSULAR DE AHORROS DE CANARIAS LAS PALMAS DE GRAN CANARIA	CAJA DE AHORROS PROVINCIAL SAN FERNANDO DE SEVILLA SEVILLA	CAJA DE AHORROS DE LA INMACULADA ZARAGOZA
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL DE PAMPLONA PAMPLONA	CAJA GENERAL DE AHORROS Y PRESTAMOS DE LA PROVINCIA DE SORIA SORIA	
CAJA DE AHORROS DE NAVARRA PAMPLONA	CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE TARRAGONA TARRAGONA	
CAJA DE AHORROS DE PLASENCIA PLASENCIA (CACERES)	CAJA DE AHORROS DE TERRASSA TERRASSA (BARCELONA)	
CAJA DE AHORROS DE POLLENSA POLLENSA (BALEARES)	CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE TOLEDO TOLEDO	
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE PONTEVEDRA PONTEVEDRA		
MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE RONDA RONDA (MALAGA)		

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

ULTIMOS NUMEROS PUBLICADOS

- Núm. 19: El Sistema Financiero del Futuro
Núm. 20: La Nueva Cara de la Historia Económica de España
Núm. 21: Los Ajustes a la Crisis de la Economía Española
Núm. 22: Empresarios, Sindicatos y Marco Institucional
Núm. 23: Déficit Público: la Experiencia Española
Núm. 24: El Déficit Público en las Economías Occidentales
Núm. 25: La Nueva CEE. La Perspectiva desde España
Núm. 26: Empleo y Paro
Núm. 27: Economía Años Ochenta: Hechos, Ideas (I)
Núm. 28: Economía Años Ochenta: Hechos, Ideas (II)
Núm. 29: Economía Minera Española
Núm. 30/31: Opciones Fiscales de los Ochenta
Núm. 32: Sistema Financiero: Situación Actual

«PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA»

Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid. Teléf. 250 44 00.

BOLETIN DE SUSCRIPCION

AÑO 1986

- Número suelto 1.800 (*)
 Suscripción números 26, 27, 28 y 29 4.823 (*)
 Extranjero 5.700

AÑO 1987

- Número suelto 30/31 2.850 (*)
 Número suelto 32 1.800 (*)
 Suscripción números 30, 31, 32 y 33 5.300 (*)
 Extranjero 6.200

(*) Incluido 6 % I.V.A.

El pago lo efectuaré:

Contra reembolso del primer envío Giro postal Núm. Talón bancario adjunto.

Domiciliación bancaria (facilitenos sus datos y autorización en hoja aparte)

Nombre o Razón Social

Actividad o Departamento

Domicilio Teléfono

Ciudad D.P. Provincia o país

Fecha Firma o sello,

