

MERCADO ESPAÑOL
DE
DEUDA PÚBLICA

Tomo II

Gabriel Quirós
(coordinador)

Banco de España - Servicio de Estudios
Estudios Económicos, nº 63 - 1998

Este documento contiene gráficos vinculados. Para verlos, sitúese sobre el texto “ver gráfico...” que aparece en su lugar y pulse el botón izquierdo del ratón. Para continuar la lectura del documento, vuelva a pulsar el botón izquierdo del ratón.

MERCADO ESPAÑOL DE DEUDA PÚBLICA

Tomo II

Gabriel Quirós Romero (coordinador),
Jaime Esteban Velasco,
Ignacio Iglesias Araúzo,
José Ramón Martínez Resano,
Ramón Miras Martínez
y Román Santos Sanz

El Banco de España, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios de interés que contribuyan al mejor conocimiento de la economía española.

Los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

El Banco de España difunde algunos de sus informes más importantes a través de las redes INTERNET e INFOVÍA.

Las direcciones del servidor de información WWW en estas redes son: <http://www.bde.es> y <http://www.bde.inf>, respectivamente.

ISSN: 0213-2699

ISBN obra completa: 84-7793-624-2

ISBN: 84-7793-626-9

Depósito legal: M. 30115-1998

Imprenta del Banco de España

ÍNDICE

	<i>Páginas</i>
IV. INSTRUMENTOS DERIVADOS DE LA DEUDA PÚBLICA (José Ramón Martínez Resano)	9
IV.1. Introducción	9
IV.2. Origen histórico	10
IV.3. La necesidad de organizar el mercado	15
IV.4. Instituciones del mercado organizado de derivados español	17
IV.4.1. La Sociedad Rectora	17
IV.4.2. El Mercado	19
IV.4.3. La Cámara de Compensación y de Liqui- dación	24
IV.4.3.1. La compensación	25
IV.4.3.2. Selección de las contraparti- das: los miembros liquidadores	27
IV.4.3.3. Control de la magnitud del riesgo	28
IV.4.3.4. Liquidación diaria	29
IV.4.3.5. Garantías diarias	31
IV.4.3.6. Garantías extraordinarias	36
IV.4.3.7. Garantía inicial y límite operativo	37
IV.4.3.8. Segregación de cuentas	37
IV.4.3.9. Medidas de emergencia	38
IV.5. Futuros sobre deuda	39
IV.5.1. Los contratos disponibles	39
IV.5.2. El diseño de los contratos	41
IV.5.2.1. Las bases del diseño	41
IV.5.2.2. El plazo	43
IV.5.2.3. El bono notional	45
IV.5.2.4. La «cesta» de entregables y su relación con el bono notional ..	47

	<u>Páginas</u>
IV.5.2.5. El tipo de interés del bono nacional	49
IV.5.3. Valor relativo deuda-futuro y <i>ratio</i> de cobertura	50
IV.5.4. El vencimiento	54
IV.5.5. Actividad, tamaño y perfil de negociación.	57
IV.6. Opciones sobre deuda	61
IV.6.1. Introducción	61
IV.6.2. Los contratos de opciones de Meff Renta Fija	62
IV.6.3. El mercado de las opciones sobre deuda ..	64
IV.6.4. La compensación de opciones	67
IV.6.5. Actividad y tamaño	70
APÉNDICE IV.A	72
BIBLIOGRAFÍA	74
V. EL SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA DE DEUDA DEL ESTADO (Ramón Miras Martínez)	75
V.1. Introducción	75
V.1.1. Las fases de la compraventa	75
V.1.2. La desmaterialización de los valores	78
V.1.3. Sistemas de compensación y liquidación ..	80
V.1.3.1. Sistemas de pagos	81
V.1.3.2. Sistemas de anotaciones en cuenta	82
V.1.3.3. Tipos de sistemas	83
V.1.3.4. Los sistemas de liquidación y la Unión Monetaria Europea	83
V.2. El sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado	86
V.2.1. Funciones de la Central de Anotaciones ...	86
V.2.1.1. Registro de saldos	86
V.2.1.2. Administración del mercado	89
V.2.2. El Banco de España como entidad gestora .	90
V.2.3. El Sistema de Provisión de Valores	91
V.2.4. Engarce con Euroclear y Cedel	93
V.2.5. El doble ciclo de liquidación y la financiación intradía	98
V.2.6. La redenominación a euros de la deuda pública anotada	100

	<u>Páginas</u>
ANEJO V.A: Conversión al euro de la deuda pública en circulación al comienzo de la Tercera Fase de la UME	103
VI. NORMATIVA LEGAL (Ignacio Iglesias Araúzo)	119
VI.1. Introducción	119
VI.2. El marco legal del mercado	120
VI.2.1. Evolución histórica del mercado de deuda pública anotada	120
VI.2.1.1. De la deuda pignorable al mercado de pagarés del Tesoro...	120
VI.2.1.2. El Real Decreto 505/1987, sobre creación de un sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado	129
VI.2.1.3. La Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores	133
VI.2.1.4. La Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables	135
VI.2.1.5. La nueva legislación del mercado de deuda pública: El Proyecto de Ley de Reforma de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, publicado en el <i>Boletín Oficial de las Cortes Generales</i> el 12 de febrero de 1997.	138
VI.2.2. Las instituciones del mercado	140
VI.2.2.1. El Parlamento	141
VI.2.2.2. El Gobierno	141
VI.2.2.3. El Ministro de Economía y Hacienda	142
VI.2.2.4. El Banco de España	143
VI.2.2.5. La Comisión Nacional del Mercado de Valores	144
VI.2.2.6. La Comisión Asesora del mercado de deuda pública en anotaciones	144
VI.2.2.7. La jurisdicción en el mercado de deuda pública	144

	<u>Páginas</u>
VI.3. Aspectos jurídicos básicos del mercado	145
VI.3.1. Los valores anotados	145
VI.3.1.1. Los valores negociables	145
VI.3.1.2. Fungibilidad de los valores anotados	149
VI.3.1.3. Acto constitutivo de los valores anotados	150
VI.3.2. La transmisión de valores	151
VI.3.2.1. Compraventas simples y compraventas dobles	151
VI.3.2.2. Negocio entre titulares y negocio con terceros	153
VI.3.2.3. Transmisiones por título distinto a la compraventa	154
VI.3.2.4. Los derechos reales limitados sobre valores.	155
VI.3.2.5. Préstamos con garantía de valores y préstamos de valores . .	156
VI.3.3. Fundamento legal del registro de valores .	157
VI.3.3.1. La Central de Anotaciones	158
VI.3.3.2. Las entidades gestoras dentro del sistema registral.	159
VI.3.3.3. La fiducia de valores	163
VI.3.3.4. La consonancia de las cámaras de compensación internacional con nuestro derecho registral	164
VI.3.4. Miembros del mercado y otros participantes.	166
VI.3.4.1. Miembros del mercado	166
VI.3.4.2. Los mediadores del mercado de deuda pública	167
VI.3.4.3. Las redes de contratación ciega	169
VI.3.5. Los procedimientos concursales.	170
VI.3.5.1. Los valores en los procedimientos concursales.	170
VI.3.5.2. Derecho de separación sobre las garantías	172
VI.3.6. Normativa aplicable a los valores de deuda pública anotada	172
BIBLIOGRAFÍA	175

IV

INSTRUMENTOS DERIVADOS DE LA DEUDA PÚBLICA

JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ RESANO

IV.1. Introducción

Este capítulo, dedicado al mercado organizado de instrumentos derivados de la deuda, aborda un aspecto diferente del mercado de deuda pública. Naturalmente, la perspectiva desde la que se analizará es diferente a las anteriormente presentadas, pero la oportunidad y conveniencia de tenerla en cuenta descansan en que este nuevo mercado constituye un complemento necesario al secundario de la deuda pública y, en cierta medida, una materialización alternativa del mismo. En concreto, el mercado organizado de instrumentos derivados que regenta Meff Renta Fija permite una negociación indirecta de la deuda del Estado que hace posible una respuesta de este último más simétrica, ante alzas y bajas en las cotizaciones.

La justificación de esta visión, que tan estrechamente relacionados percibe al mercado español de deuda y a su mercado organizado de instrumentos derivados, se desarrollará en las siguientes secciones. En el apartado IV.2, se enmarcan dentro de un contexto histórico los argumentos anteriores y se describe la génesis del mercado organizado español de instrumentos derivados de la deuda. En el apartado IV.3, se presentan las claves conceptuales que justifican la necesidad y estructura de su organización. Al hacer esto, se reconoce la existencia de entornos no organizados (OTC), en los que también se pueden contratar instrumentos derivados de la deuda, y los problemas que estos tienen. Sin embargo, este capítulo se centra únicamente en las instituciones e instrumentos (futuros y opciones) propios del segmento organizado, debido a su mayor importancia. Quedan al margen, por tanto, instrumentos y mercados tan importantes como el de las compraventas de deuda a plazo, las opciones OTC y el de las permutas financieras.

Los razonamientos vertidos en el apartado IV.3 permiten articular el resto del capítulo. En el apartado IV.4, se describen y justifican las instituciones económicas que configuran la organización de nuestro mercado de derivados de la deuda: la sociedad rectora, el área de mercado y la cámara de compensación-liquidación. La importancia de la función que esta última desarrolla —gestionar riesgo de crédito, fundamentalmente— hace que merezcan especial atención los métodos con los que se lleva a cabo. Siguiendo esta línea, se clarifican cuáles son los distintos participantes en el mercado, cómo se gestiona el riesgo de crédito al que su operativa da lugar (liquidaciones diarias, garantías diarias y extraordinarias, límites operativos, segregación de cuentas) y las medidas de emergencia de que dispone para situaciones de incumplimiento.

Presentado el marco institucional, el siguiente apartado se dedica a justificar cómo surge la estrecha relación entre los futuros de la deuda y su subyacente. Para ello, en sucesivos subapartados se describe razonadamente el diseño que tienen los contratos de futuro sobre la deuda española: su plazo, el papel y características del bono notional, la cesta de entregables y el mecanismo con el que se liquidan al vencimiento. Precisamente, un importante subapartado de esta sección se dedicará a describir cómo surge, a través de esta liquidación final, la vinculación entre la deuda y los futuros sobre la misma, que los convierte en estrechamente sustitutivos. De esta forma, se describirán medidas de valor relativo deuda-futuro como la base o el tipo *repo* implícito para el caso del mercado español. Finalmente, la sección concluirá con una reseña histórica sobre cómo ha evolucionado la actividad en el mercado de futuros sobre deuda desde que se inició y a las variables de las que depende el perfil con el que típicamente se desarrolla a lo largo de un año cualquiera.

Por último, el apartado IV.6 se ocupa de las opciones. Tras justificar en términos generales su función y su diseño, se completa la visión institucional, que se ofreció en el apartado IV.4, con las características que son específicas a estos nuevos instrumentos. Como se verá, esto afecta especialmente al marco de negociación y a algunos detalles de la compensación. Finalmente, se acaba repasando brevemente cuál ha sido la evolución de la actividad en este segmento del mercado.

IV.2. Origen histórico

El mercado de deuda pública española comenzó su andadura moderna en mayo de 1987. Entre esta fecha y el mes de marzo de 1990, cuando comenzó a funcionar en Barcelona el mercado de instrumentos derivados de la deuda pública española, los participantes en aquel incipiente mercado de deuda tuvieron ocasión de experimentar las consecuencias,

para el funcionamiento del mismo, de la ausencia de instrumentos derivados. Durante aquel período inicial, la fuerza de los hechos determinó que arraigara entre los agentes y las instituciones del mercado la convicción de que el mercado de deuda pública estaba incompleto sin los correspondientes instrumentos derivados y sin un adecuado mercado para los mismos. Sin embargo, el germen de esa convicción ya estaba presente al iniciarse la nueva andadura del mercado español de deuda pública, al contemplar las experiencias de otros mercados (1) y las conclusiones de estudios académicos.

En 1988, los recién estrenados negociantes de deuda vivieron de cerca, durante tres episodios de crisis, la naturaleza de los riesgos asociados a los mecanismos de asignación basados en el mercado. Sin embargo, los riesgos de mercado no eran, ya por aquel entonces, algo totalmente nuevo para ellos. La referencia que aportaban, en ese aspecto, los países más avanzados en la adopción de procedimientos de mercado para financiar el déficit público y la experiencia adquirida en el precedente mercado bursátil de deuda ya habían familiarizado a los agentes con la idea de que la tenencia y la negociación de títulos de deuda están animadas por la consecución de plusvalías y frenadas por el riesgo de incurrir en minusvalías. Pero el primer contacto con estas últimas, en el nuevo contexto de negociación, iba a surgir rápidamente. En los meses de abril, agosto y septiembre de aquel año, la publicación de unas cifras de crecimiento del índice general de precios de consumo que hacían presagiar un incremento de los tipos oficiales contribuyó a configurar una tendencia bajista en las cotizaciones de la deuda que ponía en peligro la solidez del mercado, dado el estadio de expansión en que se encontraba en aquel momento.

La cuestión que se planteaba, en aquellas circunstancias, era si el mercado podría alcanzar un tamaño apreciable en un marco en el que los agentes no podían evitar fácilmente tener que incurrir en minusvalías al desarrollarse tendencias bajistas en el mercado. El diseño inicial del mercado era, en cierta medida, asimétrico. Mientras la adquisición de deuda al contado hacía posible sacar partido de los episodios alcistas, tomando posiciones largas (2), las restricciones a la operativa *repo* y la prohibición inicial a la realización de compraventas de deuda a plazo significaban, no solo no poder adoptar ágilmente posiciones cortas con las que sacar provecho de los contextos bajistas, sino también ver dificultada la cobertura de los crecientes saldos de deuda en circulación.

(1) En Europa, Liffe (London International Financial Futures Exchange) ya había comenzado su actividad en 1982, y Matif (Marché à Terme International de France) en 1986.

(2) La terminología habitual en el mercado conoce como posiciones largas a aquellas que generan beneficios cuando aumenta la cotización de los valores. Análogamente, una posición corta contribuye positivamente a los resultados cuando los precios caen.

La necesidad de completar el mercado de deuda en el sentido mencionado se comenzó a cubrir en diciembre de 1988, fecha en la que se puede situar el nacimiento de los «mercados derivados» en España. A partir de la entrada en vigor, por esas fechas, de la Circular 12/1988 (3), los titulares de cuenta de deuda estaban autorizados a contratar a plazo la compraventa de deuda pública. Aunque este acontecimiento fue solo el germen del rápido desarrollo posterior de los mercados derivados, es conveniente destacarlo, porque evidencia, desde un punto de vista histórico, la estrecha conexión que liga los mercados de deuda y de instrumentos derivados de la misma.

Desde un punto de vista financiero, la conexión entre ambos mercados resulta intuitivamente necesaria, si se atiende a la naturaleza de un instrumento derivado. Con carácter general, la contratación de un determinado tipo de instrumento derivado significa acordar la compraventa del activo subyacente, aunque tenga lugar en una fecha futura y en los términos contingentes que caracterizan al tipo concreto de instrumento derivado. Así, por ejemplo, los titulares de cuenta a quienes se autorizaba la contratación de deuda a plazo podían acordar la compraventa futura de una referencia de deuda al precio que hubiesen pactado en la fecha de contratación.

Con la introducción de esta sencilla operativa, los agentes del mercado comenzaban a disponer de un mecanismo eficiente con el que ajustar sus niveles deseados de riesgo de mercado. La facilidad para adoptar posiciones cortas que la nueva operativa a plazo ofrecía, les permitía acomodar su exposición al mismo con flexibilidad y de modo independiente del sentido que siguiesen los precios. En definitiva, la posibilidad de transferir el riesgo de caídas en los precios, que la contratación a plazo hacía posible, rompía la unilateralidad del mercado, con lo que su expansión adquiriría mayor solidez.

Tras ese primer momento, la historia de los mercados derivados en España se puede resumir como un continuado esfuerzo por elevar la eficiencia en la utilización de los instrumentos derivados en nuestro país, en el que cabe destacar la puesta en marcha de un mercado organizado para los mismos, como acontecimiento más crucial. Sin embargo, hasta el preciso momento en que comenzó la andadura de este nuevo mercado, se debe recordar la importante trama de acontecimientos que determinaron quiénes serían los agentes que lo impulsaron, el diseño institucional y operativo con que iba a funcionar, así como el marco regulatorio en el que encontraría encaje.

(3) La Circular 12/1988 dispuso el comienzo de la operativa a plazo, haciendo uso de la autorización concedida, a esos efectos, a la Central de Anotaciones por la Orden Ministerial de 19 de mayo de 1987.

Tan pronto hubo entrado en vigor la Circular 12/1988, los negociantes de deuda formularon su deseo de poder realizar operaciones a plazo también a través de la red MEDAS. De este modo, el mercado a plazo entre titulares también podría contar con su correlato mayorista, como ocurría en el resto del mercado. Pero la solución a esta demanda tenía que contar con la especial naturaleza de este segmento de mercado. Conviene recordar, a este respecto, que los participantes en la red MEDAS desconocen la identidad de la contrapartida en las operaciones en que participan. En esas condiciones, los agentes no pueden ajustar los términos de las compraventas en las que intervienen por la valoración del riesgo de contraparte que les merece la contrapartida con la que operan. En el caso de posiciones a plazo tomadas frente a MEDAS, a esa incertidumbre general se añadía la impredecible variabilidad que las evoluciones del mercado imponen al valor efectivo de la exposición al riesgo de contraparte.

Con objeto de aliviar la problemática descrita, en el diseño de la operativa a plazo de ese «mercado ciego» se acordó que se realizaran liquidaciones diarias de pérdidas y ganancias (4). De este modo, hacía aparición en el mercado español de deuda una característica propia de los mercados de futuros. Una revisión de las principales características con que se decidió dotar la operativa a plazo «ciega» atestigüa, asimismo, la proximidad entre el mercado a plazo mayorista y el posteriormente constituido mercado de futuros:

- La contratación de deuda a plazo se restringía a un conjunto limitado de referencias.
- Se podía negociar deuda a cuatro diferentes fechas futuras, dos de ellas coincidentes con el tercer miércoles de los dos meses siguientes del ciclo «marzo, junio, septiembre, diciembre».
- Las pérdidas y ganancias generadas en la operativa a plazo se liquidaban diariamente.
- La liquidación al vencimiento de la compraventa a plazo se podía resolver con la entrega de la referencia o por diferencias, según se hubiese acordado en el momento de la contratación.

La similitud entre el diseño de este mercado a plazo y el que correspondería finalmente al mercado de futuros sobre la deuda no es algo accidental. Como hilo conductor, actuó el que el bosquejo inicial de la estructura del segundo se elaborara en un entorno que apreciaba

(4) La Circular 12/1988 ya contemplaba, en su norma tercera, la posibilidad de que toda operación a plazo se liquidara por diferencias, para lo que disponían los procedimientos de comunicación oportunos.

claramente la estrecha conexión entre ambos mercados, en el que el Banco de España desempeñó un importante papel de coordinación, que era, en aquel momento, extensión del que siempre le corresponde como organismo rector del mercado de deuda. Desde un punto de vista jurídico, este parecido venía impuesto por la Ley del Mercado de Valores, donde se define el marco regulatorio de los mercados de futuros y opciones, que se concretaría más adelante en el Real Decreto 1814/1991, donde se exige que su funcionamiento se ajuste al del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones en Cuenta, además del que corresponde a las Bolsas de Valores. Sin embargo, su supervisión recae en el ámbito de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Pero la necesidad de ir más allá de un mercado a plazo estaba clara desde un comienzo. Entre otras razones, que se desarrollarán más exhaustivamente en el apartado IV.3, dotar de flexibilidad y agilidad a la negociación de estos instrumentos derivados de la deuda parecía exigir que, en cuanto a su transmisión, dispusiesen de los atributos propios de los valores. Por ello, no fue una casualidad que el resto de protagonistas en la gestación del mercado organizado surgiesen de ese ámbito.

Además del interés manifestado por los miembros del mercado de deuda, por el Banco de España y por el Tesoro (5) en relación con la existencia de un mercado de derivados sobre deuda, se hacía necesario un proyecto empresarial que le diera cuerpo. Así lo dictaban, por un lado, la experiencia internacional en cuanto a organización de mercados derivados y, por otro, la naturaleza societaria que habitualmente se ha dado en España a las sociedades rectoras de mercados de valores. En realidad, el interés que suscitaba el nuevo mercado también se manifestó en este sentido, hasta el punto de que los proyectos finalmente aceptados fueron dos.

Estaba, por un lado, el proyecto de MEFFSA, surgido en ámbitos cercanos a la Bolsa de Barcelona, en un contexto de reforma del sistema de bolsas españolas. Y, por otro, el proyecto de OM Ibérica (OMIb), que contaba con el apoyo de varios bancos nacionales interesados en las ideas de un empresario sueco que pretendía crear toda una red europea de mercados de derivados nacionales. Pero la coexistencia de estas dos empresas, dedicándose a la misma actividad, solo podía ser factible si, de algún modo, se repartía entre las mismas la administración del mercado de instrumentos derivados de la deuda. El criterio de reparto se estableció en términos de tipo de instrumento derivado, de forma que a MEFFSA le correspondió la administración del mercado de futuros y a OMIb el de opciones. Es interesante detenerse a recordar estos orígenes

(5) En marzo de 1989, una Resolución del Tesoro autorizó la creación de mercados organizados de futuros y opciones sobre la deuda del Estado.

porque, además de que ayudan a entender la estructura actual de nuestro mercado, la evolución inmediatamente posterior ilustra de manera muy cercana la dinámica de coordinación y competencia (6) entre administradores de mercados derivados, que ha sido tan común en todo el mundo.

Desde el comienzo, estaba claro que, dada la naturaleza de las opciones, OMIb habría de subordinar, en cierta medida, su diseño al que MEFFSA decidiera para sus futuros. Así, cuando este último se puso en marcha —en marzo de 1990, cuatro meses más tarde que OMIb—, este último adaptó el subyacente de sus opciones al que se decidió para los futuros sobre deuda introducidos por MEFFSA. De este forma, se puso en seguida de manifiesto la dificultad de mantener diferenciados dos mercados complementarios. Sin embargo, en el ámbito de la renta variable, se desarrollaron dos índices bursátiles diferentes. La consideración de estas deficiencias en la estructura de los mercados derivados, la compatibilidad entre la tecnología electrónica de negociación que ambos mercados habían adoptado (7) y el impulso de socios comunes a ambos proyectos condujeron a que, finalmente, se decidiese la integración de ambas sociedades, a finales de 1991, bajo la denominación *MEFF Holding*. Desde entonces, la diferenciación entre las dos sociedades con personalidad jurídica independiente, que reemplazaron tras la integración a las antiguas MEFFSA y OMIb (8) —Meff Renta Fija y Meff Renta Variable, respectivamente—, responde a la naturaleza del subyacente: la renta fija y los depósitos interbancarios correspondieron a la primera, y la renta variable, a la segunda.

IV.3. La necesidad de organizar el mercado

La razón de ser de un mercado organizado de instrumentos derivados de la deuda estriba en la eficiencia operativa que introduce en todas las fases de la contratación. De la misma forma que la existencia de esos instrumentos constituye una mejora, al permitir la reasignación de los riesgos de mercado asociados a las tenencias de deuda, la ordenación de su contratación la magnifica, cuando se orienta a reducir la magnitud de los riesgos que están presentes en la contratación no organizada de instrumentos derivados (OTC).

(6) En el apartado IV.4.1 se recordará la amenaza de competencia por hacerse con la negociación de derivados de la deuda pública española que protagonizó Liffe.

(7) OMIb dispuso dos procedimientos alternativos para la contratación de opciones: por teléfono o por vía electrónica. El primero pretendía servir más específicamente a las órdenes grandes o complejas.

(8) En realidad, a MEFFSA y MOFFEX, ya que esta última sociedad sustituyó a OMIb en sus operaciones, a comienzos de 1991.

Habitualmente, los beneficios o pérdidas por posiciones en instrumentos derivados que se han tomado en mercados OTC solo se materializan en efectivo en un determinado momento del futuro. Esta separación temporal entre el momento de generación de resultados económicos y el de su pago genera, en última instancia, riesgo de contraparte. En tal caso, los participantes en una transacción deben tener en cuenta la capacidad de pago y la calidad crediticia de la contrapartida en la operación. Pero la evaluación y el control del riesgo de contraparte son costosos, de forma que estas actividades presentan economías conjuntas de escala, mientras que los riesgos de mercado exigen un seguimiento más descentralizado. En estas condiciones, resulta difícil una gestión conjunta de ambos tipos de riesgos. Sin embargo, el desincentivo a la utilización de instrumentos derivados que impone el riesgo de contraparte parece teóricamente soslayable mediante una institución que centralice su gestión en cada transacción. En la práctica, la institución que desempeña este papel clave en los mercados organizados de instrumentos derivados es la denominada Cámara de Compensación y Liquidación, porque se interpone como principal entre las partes que han contratado.

Otro de los elementos necesarios para la organización de un mercado eficiente de instrumentos derivados es de naturaleza jurídica. En un mercado OTC, si se desea disminuir o deshacer anticipadamente el riesgo de mercado a que una posición en ellos da lugar, resulta necesario transmitir esa misma posición a un tercero, o bien tomar una contraria. Los problemas legales y los costes de búsqueda o de acuerdo a que se enfrenta la primera alternativa la convierten, en la práctica, en algo excepcional (9). Por su parte, mediante la segunda alternativa persiste el riesgo de crédito, incluso si quien da la contrapartida a la posición contraria coincide con quien fue la contraparte de la primera posición, debido a la excepcionalidad con que la legislación contempla la posibilidad de compensar contratos en las situaciones concursales. Ante estos problemas operativos, la solución pasa por el diseño de los instrumentos derivados como contratos «transmisibles» a través de un procedimiento indirecto basado en su novación, tras la cual la Cámara puede asumir el papel de contrapartida en todas las transacciones y se facilita la compensación.

Pero también la fase de negociación y cotización está sujeta a riesgos en un mercado OTC. Por un lado, su descentralización impone a los contratantes los riesgos que determina la ausencia de transparencia en la formación de precios. Por otro, la contratación de instrumentos derivados con características de plazo, importe etc., personalizadas a la medi-

(9) El carácter bilateral de la contratación exige, como condición previa a una hipotética transmisión a un tercero, el consentimiento de la contrapartida original.

da de cada participante, dispersa la liquidez del mercado. En consecuencia, la posible falta de transparencia se ve agravada y el modelo de formación de precios se aleja del ideal de competencia perfecta. En un mercado organizado de instrumentos derivados, la solución a estos problemas se basa en dos nuevos elementos. En primer lugar, una componente organizativa crucial con la que se incrementa la transparencia es disponiendo un mecanismo centralizado y eficiente en el que cotizar y cruzar las transacciones: el Mercado. Naturalmente, la tecnología con que este opera es un rasgo clave en la determinación del grado de eficiencia que introduce en la práctica. En segundo lugar, el elemento con el que se afronta el problema de la dispersión de liquidez consiste en un diseño de los contratos en que prima la estandarización y una elección del subyacente que asegure la máxima demanda del instrumento derivado. En este último aspecto, una de las claves será su definición en términos de una cesta de referencias de deuda que permite incrementar el número de posibles demandantes del contrato derivado.

Los distintos niveles de organización del mercado, descritos en los párrafos anteriores, encuentran su más visible manifestación en la necesidad de establecer categorías entre los posibles contratantes. Sin adelantar las razones que sustentan esa diferenciación, conviene avanzar los nombres de los principales participantes, según su grado de compromiso (de menor a mayor) en la organización del mercado: clientes, miembros negociadores, miembros liquidadores y miembros liquidadores-custodios.

IV.4. Instituciones del mercado organizado de derivados español

IV.4.1. La Sociedad Rectora

En España, el mercado organizado de instrumentos derivados de la deuda del Estado está administrado por Meff Renta Fija, sociedad perteneciente al *holding* Meff (10), de cuyos orígenes ya se ha dado cuenta en el apartado IV.2. Meff Renta Fija también administra el mercado de instrumentos derivados de los depósitos interbancarios, que comenzaron a negociarse a finales de 1990. Aunque la mayoría de los elementos organizativos exigidos por este último no difieren de los que plantea el mercado de instrumentos derivados de la deuda, en la descripción de los detalles del marco institucional con que Meff Renta Fija funciona se omitirá la mención a los aspectos específicos del segmento monetario.

(10) Entre sus accionistas destacan las Sociedades Rectoras de las cuatro bolsas españolas, así como distintas entidades de crédito nacionales y extranjeras.

Conviene observar que las exigencias básicas que plantea la organización de un mercado de instrumentos derivados, descritas en el apartado IV.3, no implican necesariamente su administración por una única sociedad. En este sentido, es interesante el ejemplo que supone la independencia con que operan, tanto en Liffe como en el mercado bursátil español, los correspondientes ámbitos de mercado y de compensación, ya que en ambos casos hay una separación societaria entre los administradores de ambos ámbitos. Esta configuración jurídica de una sola sociedad para las dos funciones principales del mercado español de instrumentos derivados responde, en última instancia, a la elección explícita que se tomó en el Real Decreto 1814/1991, que regula los mercados oficiales de futuros y opciones en España (11).

Como contrapartida al esfuerzo desplegado en la administración del mercado, Meff Renta Fija tiene como incentivo principal las comisiones que cobra por sus servicios. En esta dimensión típicamente empresarial, un episodio fundamental de la historia de Meff Renta Fija fue la competencia, en la organización de un mercado alternativo de instrumentos derivados de la deuda del Estado español, que Liffe introdujo en 1993. Pero esta iniciativa no llegó a prosperar ante la estrecha vinculación entre el mercado español y el subyacente, y ante la drástica reducción de comisiones que Meff Renta Fija debió acometer. En este punto, conviene subrayar que la remuneración de los administradores descansa exclusivamente en sus labores de gestión, ya que la sociedad rectora del mercado no puede realizar transacciones en el mismo (12).

Una pieza fundamental en la ordenación de Meff Renta Fija es su Reglamento. El Real Decreto 1814/1991 otorgó a ese documento un especial protagonismo, porque permitió que los administradores definieran, mediante el mismo, el marco de relaciones entre los distintos participantes en el mercado, así como adaptar a sus características técnicas la ordenación de todo lo referente al Mercado, a la Cámara de Compensación y Liquidación y a su régimen general de administración. De esta forma, el Reglamento de Meff Renta Fija dispone las obligaciones y derechos de los miembros y clientes del mercado, ordena el régimen básico de negociación, liquidación y afianzamiento de los contratos que reconoce, y establece tanto las medidas disciplinarias como el marco general de comisiones aplicables a los distintos participantes. Aunque el Reglamento

(11) El Real Decreto 1814/1991, de acuerdo con lo dispuesto en los artículos 31 y 59 de la Ley del Mercado de Valores, regula con carácter general cualquier mercado de futuros y opciones que se pudiera contemplar en nuestro país.

(12) Más recientemente, Meff Renta Fija también ha desempeñado tareas de asesoramiento en el lanzamiento de otros mercados organizados de instrumentos derivados, como en el caso del mercado de derivados de Oporto o el de cítricos de Valencia.

está sometido a aprobación administrativa (13), su naturaleza estatutaria permite interpretarlo como un conjunto de disposiciones mediante las que los participantes en Meff Renta Fija aceptan autoregularse, en los términos que les afectan, al firmar sus correspondientes contratos de adhesión a dicho mercado [véase del Caño Palop (1995)].

Un anexo al Reglamento, conocido como las Condiciones Generales de los Contratos, cierra el marco básico con que se ordena Meff Renta Fija. Este nuevo conjunto de disposiciones contiene las cláusulas generales de los contratos mediante los que se materializan los instrumentos derivados normalizados que se negocian y compensan en el mercado. Al encontrarse estipuladas en las mismas, salvo el precio, todas las especificaciones de los futuros y las opciones que pueden ser objeto de contratación en Meff Renta Fija, las condiciones generales de los contratos constituyen la expresión normativa de la necesidad de estandarizar los contratos que se comentó en el apartado IV.2. Aunque no constituyen normas de primer rango, las condiciones generales no son establecidas libremente por la Sociedad Rectora del Mercado, sino que requieren aprobación administrativa que compete a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. No obstante, con carácter previo a la aprobación se debe solicitar informe del Organismo Rector en el que se negocia el subyacente; es decir, para la deuda, el Banco de España.

Las disposiciones mediante las que los administradores de Meff Renta Fija ordenan y supervisan el funcionamiento cotidiano del mercado son las circulares relativas a las diferentes materias contempladas en el Reglamento. De esta forma, las circulares expresan decisiones de administración de los rectores de Meff Renta Fija que son vinculantes para los miembros del mercado, una vez que han sido publicadas. Aunque no están sometidas a autorización administrativa previa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores tiene la potestad de dejarlas sin efecto o suspender su aplicación en determinadas circunstancias.

IV.4.2. El Mercado

En Meff Renta Fija, el área de Mercado constituye la institución económica bajo la cual tiene lugar la cotización y negociación de futuros y

(13) El Real Decreto 1814/1991 declara que el Reglamento debe ser resultado de la aprobación administrativa de una propuesta de la Sociedad Rectora —lo que le concede su naturaleza de estatuto— que debe satisfacer los mínimos establecidos en ese Real Decreto. Aunque la autorización de Meff Renta Fija tuvo lugar mediante Orden Ministerial de 15 de julio de 1992, las modificaciones de su Reglamento no necesariamente deben estar sujetas a aprobación por el Ministerio de Economía, previa propuesta por parte la Comisión Nacional del Mercado de Valores, si ese trámite resulta innecesario por la escasa relevancia de la materia o por ser resultado de un dictamen judicial.

opciones sobre deuda. Como ya se ha mencionado, a diferencia de lo que ocurre en otros mercados, carece de la personalidad jurídica independiente que le conceda una clara concreción institucional o física. Su contenido queda definido, de este modo, por el esquema con que se diseñan, en el Reglamento y en las Circulares, la forma en que se cotizan y negocian los contratos admitidos, así como por el soporte tecnológico en el que se desarrollan esas actividades.

En el área de Mercado confluyen, de una u otra forma, agentes de todo tipo a los que une el interés por la utilización de instrumentos derivados de la deuda. Desde un punto de vista institucional, los participantes más destacados vienen a coincidir con quienes más activos son en el mercado de deuda del Estado, como las entidades de crédito, las instituciones de inversión colectiva o el grupo de los no residentes. Sin embargo, el Reglamento instituye una clasificación, específica al área de Mercado, que distribuye a los participantes entre aquellos que son miembros del Mercado —también conocidos como miembros negociadores— y los que son únicamente clientes. El criterio al que obedece esa distinción es el grado de capacitación que están en condiciones de acreditar para actuar como profesionales de la contratación. En la práctica, este criterio de selección convierte al Mercado en un entorno de negociación restringido, a fin de reducir las incidencias operativas a que daría lugar la participación directa en el mismo de cualquier interesado. Por tanto, las transacciones de los clientes deben ser canalizadas a través de miembros negociadores, quienes operan directamente en el mercado y pueden actuar como comisionistas de los primeros. Un grupo especial de miembros negociadores es el formado por los creadores de mercado, que se caracterizan por haber asumido el compromiso de garantizar la liquidez de los contratos para los que ostentan tal condición. El contenido de esta obligación, recogido en la correspondiente Circular, consiste en dar frecuentemente cotización, tanto de compra como de venta, para un número mínimo de contratos a precios que no difieran en más de un cierto diferencial (14). A cambio, se ven recompensados monetariamente, en función de su grado de desempeño, y disfrutan del reclamo comercial que supone su condición, a la hora de atraer órdenes de clientes. Además, las órdenes que introducen en el ejercicio de la función de creador están sujetas a condiciones especiales en lo que se refiere a comisiones.

(14) En realidad, el criterio de valoración de los creadores de mercado se debe realizar en media de un período. A lo largo de cada mes, Meff Renta Fija calcula el promedio del porcentaje de cumplimiento diario que ha mostrado cada creador. Esta última variable refleja la fracción de tiempo en que se han mantenido volúmenes de compra y venta superiores a cierto mínimo y dentro de una horquilla máxima de precios, aunque se reputa como nula si, en media de la sesión, las variables anteriores caen fuera de un rango más estricto. Para el futuro a diez años, la horquilla media son 5 *ticks* (para la definición de *tick*, véase apartado IV.5.1) y el volumen medio mínimo son 40 contratos, mientras que la horquilla máxima y el volumen mínimo son 9 *ticks* y 25 contratos, respectivamente.

Dada su condición de profesionales, los miembros negociadores tienen acceso al sistema electrónico en el que se desarrollan, en Meff Renta Fija, las diferentes etapas de todo sistema de negociación. En el sistema electrónico habilitado por los administradores, las tareas de búsqueda de información sobre el estado del mercado, de búsqueda de contrapartida y de ejecución de la transacción están totalmente automatizadas. De este modo, los negociadores solo deben centrar su atención en la cotización que introducen al sistema. Además, es importante observar que todo esto tiene lugar en un contexto de teleproceso, desde terminales especiales ubicadas en los puestos de los operadores en sus entidades respectivas.

Antes de entrar en más detalle sobre cómo se desarrollan las etapas de la negociación mencionadas en el párrafo anterior, es interesante detenerse a recordar por qué responden estas, en Meff Renta Fija, a un procedimiento electrónico y a compararlo con otros sistemas alternativos. Frente al sistema electrónico del mercado español de futuros, el mecanismo de negociación más tradicional es el sistema bursátil de corros, que todavía es empleado actualmente en algunos importantes mercados organizados de derivados (en el Chicago Board of Exchange y en el London International Financial Futures Exchange, a modo de ejemplo). Razones históricas justifican, fundamentalmente, la forma en que estos, los más antiguos mercados de instrumentos derivados, están organizados. La naturaleza electrónica del mercado español, además de responder a su desarrollo más reciente, es también resultado de las preferencias que tenían, por distintas razones, las dos sociedades que iniciaron la contratación organizada de instrumentos derivados. En el caso de OMIb, porque el socio principal era un *broker* que intentaba crear una red europea de mercados interconectables, lo que exigía el recurso a los sistemas electrónicos. En el caso de la MEFFSA originaria, porque solo mediante tecnología electrónica se podía aglutinar la demanda y la oferta de instrumentos derivados en un mercado cuya localización física se situaba en Barcelona, donde no estaba el núcleo de negociación del subyacente. La economía de costes y la flexibilidad para la adaptación que caracterizan a una solución electrónica debieron ser consideradas también en el momento de decidir su instalación inicial, ausentes las ataduras históricas que suelen suponer los sistemas de corros.

A través de servicios electrónicos de información (15) y de sus terminales especiales, Meff Renta Fija difunde continuamente información sobre el estado de la oferta y la demanda de los futuros y opciones que se están negociando. Por tanto, el sistema no solo facilita los precios

(15) Meff Renta Fija difunde la información a través de múltiples servicios especializados, como Reuters, Bloomberg, Dow Jones, etc., en páginas específicas para cada uno de sus productos.

cruzados o cotizados, sino que refleja también la profundidad de posiciones compradoras y vendedoras por cada contrato negociado que se mantienen a los diferentes precios cotizados. La disponibilidad de esta información sobre el estado de la oferta y demanda agregadas resulta posible, en última instancia, porque el sistema electrónico de Meff hace las veces de director de una doble subasta entre compradores y vendedores, concentrando en todo momento las demandas y ofertas individuales que han sido introducidas por cada miembro negociador. Con este conjunto de información, la cotización en Meff Renta Fija no resulta tan diferente a la que disponen los participantes en sistemas de corros, puesto que también es observable el volumen agregado de órdenes de compra y venta.

En realidad, no es correcto interpretar las cotizaciones que pueden formular los miembros negociadores como sus respectivas curvas de demanda u oferta de contratos. Expresado con más propiedad, los miembros negociadores cotizan en términos de órdenes de mercado, es decir, mandatos de compra o venta de un determinado número de contratos a un solo precio. Una vez aceptada una orden por el sistema de negociación y concentración de Meff, pasa a formar parte de la cola de espera que acumula a todas las vigentes y pendientes de ejecución. Durante ese período, el compromiso de compra o venta que la orden expresaba es firme e irrevocable para el miembro negociador. Pero los diferentes tipos de órdenes que el sistema de negociación de Meff Renta Fija reconoce permiten personalizar la vigencia efectiva y condiciones de ejecución de un mandato de compra o venta dentro de los límites de la sesión (16). Así, por ejemplo, se pueden establecer condiciones especiales para ser ejecutadas, como exigir que tenga lugar simultáneamente para todos los contratos a los que la orden se refiere (órdenes todo o nada) o para todo un conjunto de órdenes referidas a contratos diferentes (órdenes combinadas), además de las más comunes que permiten la ejecución parcial (órdenes simples). En lo relativo a condiciones sobre el período de vigencia efectiva de los mandatos de compraventa, los miembros negociadores pueden hacer depender su alta o baja en la cola que forman las órdenes directamente ejecutables, de haberse franqueado tras su introducción en el sistema una determinada cotización (órdenes *stop-loss*).

Una vez se han concentrado y clasificado las órdenes introducidas, la labor de búsqueda de contrapartida y de ejecución tienen lugar automáti-

(16) Mediante circular, está establecido actualmente que el horario de negociación de todos los contratos esté comprendido entre las 9.00 y las 17.15 horas. Conviene observar que esto no obsta para que, fuera del entorno de negociación de Meff Renta Fija, exista un mercado «fuera de horas» para sus contratos, como se comentará más adelante. Por otro lado, los días hábiles en este mercado son los mismos que los de la Central de Anotaciones del Banco de España y del STMD.

camente: cuando el sistema informático de case de órdenes detecta que dos órdenes directamente ejecutables de signo opuesto satisfacen, por este orden de prioridad, ser las de mejor precio del conjunto de órdenes con su mismo signo y ser las más antiguas a ese precio (17).

Consumada la transacción, Meff Renta Fija registra los datos de la misma en las cuentas diarias que mantiene para cada uno de los miembros negociadores, independientemente de que haya resultado o no del encargo de un cliente. Con esta acción, da comienzo la actuación de Meff Renta Fija como cámara de compensación que se describirá en el apartado IV.4.3. Pero el anterior registro es solo temporal, ya que, una vez concluida la sesión, el contenido de las cuentas diarias se vuelca en las que mantiene un grupo más selecto de miembros —los miembros liquidadores (18)—, separando las transacciones efectuadas en dos subcuentas: las que responden a posiciones propias del miembro liquidador y las que pertenecen a sus clientes (clientes, en sentido estricto, o miembros con capacidad restringida a la negociación y los clientes que emplean sus servicios).

Antes de pasar a describir la cámara de compensación, conviene observar que Meff Renta Fija también puede aceptar a registro operaciones acordadas por miembros negociadores del mercado fuera del sistema de negociación que se ha descrito, siempre que lo comuniquen ambas partes sin discrepancias y si están referidas a contratos admitidos a negociación en el Mercado. La existencia de este sistema de negociación paralelo, conocido como mercado de aplicaciones, permite concluir que el ámbito de la contratación de instrumentos derivados de la deuda en que verdaderamente Meff Renta Fija se especializa es la compensación. Debe observarse, no obstante, que la importancia de las aplicaciones se concentra en situaciones, como las que tienen lugar en el mercado de opciones, en las que son frecuentes estrategias combinadas para las que el sistema electrónico de negociación de Meff no es óptimo. En este sentido, es relevante recordar que OMIb complementó el mecanismo electrónico del que dispuso con un sistema telefónico de negociación como el que sirve actualmente para organizar el mercado de aplicaciones mediado por los *brokers*. En el ámbito de las órdenes simples, la mayor utilidad que tiene en la actualidad este último segmento del mercado es permitir superar los límites horarios que definen la sesión en el Reglamento. En la terminología del mercado, el mercado de aplicaciones hace posible la existencia de un «mercado fuera de horas» que, por ejemplo, permite solapar la negociación de contratos de Meff Renta Fija con con-

(17) Existe también una preferencia de las órdenes combinadas sobre las simples que prevalece sobre el criterio de antigüedad.

(18) Sus funciones y razón de ser se describen en el apartado IV.4.3.2.

tratos negociados en mercados organizados situados en otras zonas horarias.

IV.4.3. La Cámara de Compensación y de Liquidación

Como ocurre con el área de Mercado, la Cámara de Compensación y Liquidación de Meff Renta Fija es también una institución de naturaleza puramente económica, carente de personalidad jurídica independiente. Sin embargo, en gran medida, constituye la parte más importante del servicio que esa sociedad presta.

Recordando lo comentado en el apartado IV.3, el riesgo de contraparte constituye un motivo de preocupación y de costes que contrae el tamaño de los mercados OTC de instrumentos derivados. En los mercados organizados, la solución a ese problema viene de la mano de la Cámara de Compensación y Liquidación, al actuar esta, en cierto modo, como mecanismo de aseguramiento. Tras el registro, la Cámara queda jurídicamente interpuesta entre las partes que contrataron la compraventa a fin de «garantizar» el cumplimiento de aquello que estas acordaron, incluso si alguna de las mismas no hace frente a su obligación. En esta misión de garantizar el buen fin de las operaciones que admite a registro, la Cámara de Compensación y Liquidación concentra toda la exposición al riesgo de contraparte que se genera en el tráfico de instrumentos derivados. Para cumplir esos objetivos, la Cámara debe actuar en la práctica como un gestor de riesgo de contraparte, especializado en la exposición a que dan lugar los instrumentos derivados. Siendo el riesgo anterior el principal, conviene observar, además, que la Cámara también debe tener en cuenta en su gestión el riesgo de liquidez al que puede llegar a enfrentarse, si algún participante en el mercado incumple con sus obligaciones y es esa institución la que, en primera instancia, debe adelantar la liquidez necesaria para que el resto de contratantes no se vean afectados (19).

En el ejercicio de esas labores de gestión del riesgo de contraparte, la Cámara adopta diversas medidas —recogidas en el Reglamento y en Circulares— que persiguen salvaguardar su integridad y dotarla de credibilidad en el ejercicio de sus funciones. Atendiendo a su sentido económico, esas iniciativas se pueden agrupar del siguiente modo. De un lado, se deben considerar las disposiciones que pretenden evitar, en primer

(19) Otro tipo de riesgos, que pueden ser importantes, son los que tienen naturaleza legal. Situaciones de conflicto entre la interpretación jurídica en situaciones concursales, en relación con la capacidad de la Cámara para disponer de las garantías del quebrado o transferir sus posiciones, podrían ocasionar dificultades a esta última.

término, que surjan situaciones de incumplimiento, mediante una adecuada selección de las contrapartidas entre las que la Cámara se interpone, lo que se describirá en la sección IV.4.3.2. De otro, están las medidas que persiguen limitar la magnitud de los efectos de un posible fallido, que definen lo que se puede denominar sistema de gestión del riesgo de crédito (desarrollado en los apartados IV.4.3.3 al IV.4.3.8). Finalmente, se puede considerar un grupo de medidas de emergencia, cuya aplicación tiene lugar cuando ha ocurrido un fallido (véase IV.4.3.9). Pero la mayor parte de estas medidas estatutarias se apoyan en la compensación, la figura del Código Civil que da nombre a la cámara y que se analiza en el siguiente apartado.

IV.4.3.1. La compensación

Desde un punto de vista jurídico, la compensación constituye una de las formas alternativas que puede tomar la extinción de las obligaciones. Desde un punto de vista económico, tanto esta como el pago —la forma más habitual de cancelación de obligaciones, especialmente en forma de liquidación (entrega de dinero)— no son procedimientos sustitutivos en cualquier situación, ya que la primera requiere que las partes sean recíprocamente acreedoras y deudoras la una de la otra. Sin embargo, esa es la situación habitual entre las partes que contratan instrumentos derivados, tanto en mercados OTC como en mercados organizados.

En los primeros, porque el reducido número de participantes convierte en situación frecuente que dos cualesquiera de ellos mantengan exposiciones recíprocas por distintas compraventas. Pero la posibilidad de compensar sus contratos OTC no tiene la agilidad que se requiere cuando se desean neutralizar las exposiciones al riesgo de mercado, ya que el ineludible acuerdo bilateral difícilmente se acomoda al ritmo con que evoluciona el mercado. Aunque la neutralización del riesgo de mercado frente a una determinada contrapartida siempre puede apoyarse en una contratación de signo opuesto con un tercero, esta solución también dista de ser eficiente: a la falta de agilidad se le suma la introducción de una nueva fuente de riesgo de contraparte.

En los mercados organizados, la factibilidad de la compensación, como método eficiente y flexible para extinguir las obligaciones resultantes de la contratación de instrumentos derivados se alcanza por los dos rasgos organizativos más destacables que se disponen. Se puede atribuir, en primer lugar, a la interposición (novación) de la Cámara entre las partes que contrataron en el Mercado, lo que permite que la compensación bilateral de obligaciones entre cada una de ellas y la Cámara surta los mismos efectos económicos que una compensación multilateral entre

las mismas, superando de este modo las dificultades legales que esta última comporta (20). En segundo lugar, la estandarización de los contratos, que impone la necesidad de aglutinar la liquidez, también facilita la compensación, ya que su aplicación requiere fungibilidad y coincidencia «en la especie de la cosa» debida en el contrato.

Con esta facilidad para compensar, la gestión del riesgo de contraparte que la Cámara centraliza puede ser llevada a cabo sobre una base más sólida. En primer término, porque reduce la exposición que mantiene frente a cada una de las partes que admite a registro al neto de aquellas que cada uno ha asumido frente al resto. En segundo, porque supone disponer de una «tecnología» de extinción de obligaciones que supera, en situaciones de fallido, a la que se basa en el pago con liquidación, ya que elimina la posibilidad de que la Cámara deba pagar al quebrado por los contratos en que haya obtenido beneficios, mientras que este último no haga lo propio por aquellos contratos en que haya incurrido en pérdidas.

Expresión práctica del producto de la compensación es que el registro definitivo de los contratos del mismo tipo que cada participante ha contratado se anoten en su correspondiente cuenta única, es decir, no descomponible en subcuentas de posiciones compradoras y vendedoras. En efecto, al final de cada sesión el proceso de compensación opera sobre el contenido de las cuentas diarias, que han ido acumulando separadamente las compras y las ventas realizadas, así como sobre el de las cuentas con que se saldó, para cada participante, el mismo proceso correspondiente a la sesión anterior. Como resultado, la nueva cuenta refleja el saldo neto de los contratos del mismo tipo comprados o vendidos en el transcurso de la sesión, y de los ya registrados a su apertura como «herencia» de la anterior. En realidad, la posibilidad de sintetizar en un saldo neto la totalidad de las compraventas de un mismo tipo de instrumento realizadas a distintos precios descansa, para el caso de los futuros, en una homogeneización previa —mediante su anotación a un mismo precio de referencia—, mientras que, en el caso de las opciones, resulta del mecanismo especial que se describirá en el apartado IV.6.4. Naturalmente, como contrapartida a esa anotación uniforme que se establece para los futuros, se calculan los haberes u obligaciones, entre cada participante y la Cámara, que restituyen a los primeros en el valor que tenían sus tenencias a ese precio de referencia determinado al cierre de la sesión, cuando todavía estaban anotadas a aquel al que se cruzaron. Es decir, para cada compraventa de futuros se determinan los beneficios y

(20) Sin embargo, las instituciones que permiten compensación multilateral no necesariamente tienen que interponerse entre las partes. No sucede tal cosa, por ejemplo, en las cámaras de compensación de mercados interbancarios o de mercados de cambios.

pérdidas al final de la sesión, tanto si son realizados como latentes. Con la determinación del saldo neto de esos haberes y obligaciones, se inicia el proceso de liquidación de pérdidas y ganancias por posiciones en futuros que se describirá en el apartado IV.4.3.4.

Como se puede deducir del párrafo anterior, la gestión del riesgo de crédito que efectúa Meff Renta Fija no descansa en un único proceso de compensación y liquidación, sino en una secuencia diaria de ellos que concluye con una liquidación especial, la que tiene lugar cuando llega la fecha de vencimiento que se estipula en cada tipo de contrato. La continuidad temporal en la relación entre Cámara y los participantes la asegura la novación de sus obligaciones respectivas, que tiene lugar tras cada uno de los episodios de esa secuencia diaria.

IV.4.3.2. Selección de las contrapartidas: los miembros liquidadores

En el mercado español, hay un grupo selecto de participantes, conocidos como miembros liquidadores, cuyas relaciones financieras con la Cámara son más estrechas, ya que esta solo asume riesgo de contraparte frente a ellos. Sin embargo, en sentido estricto Meff Renta Fija no restringe las contrapartidas entre las que acepta interponerse, a diferencia de lo que sucede en las cámaras de compensación de otros mercados de futuros y opciones (21). De esta forma, la Cámara de Meff Renta Fija entabla una relación directa con cualquier cliente o miembro negociador que cierre una transacción en el Mercado, una vez se ha procedido al registro de la misma. Por tanto, la concentración del riesgo en los miembros liquidadores resulta de la función principal que define la actuación de estos: ser responsables subsidiarios de las obligaciones de constitución de garantías y de liquidación que corresponde efectuar, en primera instancia, a quienes han contratado en el Mercado.

De acuerdo con esa misión, las condiciones para ser liquidador son requerimientos de solvencia. En Meff Renta Fija, su contenido se concreta en exigir un carácter institucional determinado (sociedad o agencia de valores, banco o caja de ahorros) y en la obligatoriedad de constituir una

(21) Las cámaras de compensación de algunos de los mercados de instrumentos derivados de la deuda más importantes, como el *Marché à Terme International de France (Matif)*, el *Tokyo International Futures Exchange (Tiffe)*, o el *Board of Trade Clearing Corporation (BOTCC)*, solo mantienen una relación financiera directa con un grupo selecto de participantes. La relación con el resto debe pasar a través de este últimos, lo que viene a definir un sistema de compensación neto, ya que entonces resulta posible un primer proceso de compensación entre todas las posiciones que son canalizadas por un mismo miembro liquidador. En este sentido, la Cámara de Meff Renta Fija constituye un sistema de compensación bruto.

garantía inicial (22). Naturalmente, Meff Renta Fija también cuenta con una comisión de admisiones y riesgos, que se encarga de llevar un seguimiento de la salud financiera de los principales participantes.

En este marco de relaciones, la solvencia de aquellos miembros cuya capacidad está restringida a la negociación y la de los clientes que intervienen en el Mercado es una cuestión que interesa directamente a sus respectivos miembros liquidadores, con los que deben firmar un contrato al efecto. La presentación de este contrato ante Meff Renta Fija es una de las condiciones previas que deben satisfacer quienes aspiran a tener exclusivamente capacidad negociadora. Además, conviene observar que un mismo cliente puede realizar transacciones con diferentes negociadores, o empleando distintas identidades comerciales, y liquidar todas esas diferentes operaciones a través de un único miembro, acogiéndose al sistema de cuenta global que se contempla en el Reglamento.

El nombre que reciben los participantes que son objeto de esta sección refleja otra importante función que desarrollan. En efecto, los miembros liquidadores centralizan la totalidad de los movimientos de efectivo que la Cámara realiza, tanto los que resultan de su operativa por cuenta propia como los que responden a la de sus clientes o la de los miembros negociadores que utilizan sus servicios. En este sentido, conviene señalar que la condición de liquidador no exige ser titular de cuenta de tesorería en el Banco de España, pues basta con disponer de cuenta en una entidad domiciliataria que la posea. De hecho, Meff Renta Fija debe liquidar a través de sus entidades domiciliatarias, ya que, salvo para fines especiales, carece de cuenta de tesorería en el Banco de España (23).

IV.4.3.3. Control de la magnitud del riesgo

El reto de los mercados organizados de instrumentos derivados es limitar la magnitud de la exposición al riesgo que la Cámara debe asumir. Naturalmente, la respuesta al problema pasa por abordar su origen, que, como se mencionó en el apartado IV.3, reside en la separación temporal que media entre el momento en que se obtienen resultados económicos con dichos instrumentos y el momento en que se materializan en efectivo.

Sin embargo, la solución no es única. En concreto, Meff Renta Fija aborda de modo diferenciado el riesgo que originan los contratos de futu-

(22) La garantía inicial es, como mínimo, de 20 millones para todos los miembros liquidadores. Se materializa en forma de deuda del Estado pignorada mediante intervención de fedatario público.

(23) Dispone de cuenta de tesorería solo a efectos de gestión de garantías en casos excepcionales, cuestión que será tratada en el apartado IV.4.3.6.

ro, por un lado, y los de opciones, por otro. Dada la mayor relevancia de los primeros, este apartado se centrará en los mecanismos con los que se limitan los efectos sobre la Cámara del fallido en un contrato de futuro, dejando para el apartado IV.6.4 la justificación y descripción de los aspectos específicos a las opciones.

Como sucede en otros mercados organizados, en Meff Renta Fija la resolución del problema a que da lugar el desfase entre la generación de valor y su materialización en efectivo se basa, fundamentalmente, en acercar al máximo los momentos en que ambos tienen lugar: pagando diariamente a los participantes que en la correspondiente sesión se han visto agraciados con beneficios y exigiendo el pago de las pérdidas en que el resto ha incurrido. Mediante este sistema de liquidación diaria de pérdidas y ganancias, el máximo riesgo de la Cámara frente a un participante cualquiera se limita a las posibles pérdidas que este pueda experimentar en el transcurso de una sesión. Para cubrirse de este riesgo intradía, Meff Renta Fija contempla dos mecanismos adicionales: la exigencia de constituir garantías diarias por cada contrato que la Cámara registra y un límite al número de estos últimos. Es decir, el riesgo de contraparte se limita, fundamentalmente, mediante la liquidación diaria de la exposición efectiva, a que ha dado lugar cada sesión, y el afianzamiento de la exposición potencial que cabe extrapolar para la siguiente, hasta que no tenga lugar una nueva liquidación.

IV.4.3.4. Liquidación diaria

Como se ha descrito en el apartado IV.4.3.1, tras la compensación todas las tenencias de futuros del mismo tipo quedan registradas al correspondiente precio de cierre. En Meff Renta Fija, la contrapartida de la revaluación que eso supone es un importe de efectivo. Así, las posiciones compradoras de futuros que se abrieron en la sesión correspondiente a la jornada en cuestión dan lugar a un cobro (pago) a aquellos participantes que compraron por debajo (encima) del precio de cierre, mientras que las posiciones compradoras de futuros que se arrastran de sesiones anteriores generan derecho a cobrar (pagar) cuando el anterior precio de cierre era inferior (superior) al actual. Naturalmente, la afirmación recíproca es válida para las posiciones vendedoras de futuros. Con carácter general, el efectivo que correspondería pagar o cobrar a un participante cualquiera es el neto de todos sus beneficios y pérdidas en la sesión, tanto los realizados como los no realizados.

La clave de la liquidación diaria de pérdidas y ganancias radica en la determinación de un precio de referencia al cierre, para cada uno de los futuros negociados, que sea significativo para la determinación de los be-

neficios o pérdidas generados en la sesión. Actualmente, el precio de cierre en los contratos de futuros es la media de los precios que se han cruzado en las doce o en las seis últimas transacciones, según se trate del vencimiento más cercano de un contrato o de los siguientes vencimientos. Sin embargo, las Condiciones Generales de los contratos también contemplan métodos alternativos para aquellas situaciones que sean excepcionales por falta de negociación. En cualquier caso, el criterio al que responde su estimación es siempre el de ser una cotización representativa de las condiciones de la oferta y la demanda cuando concluye la sesión.

Sin embargo, la liquidación en concepto de beneficios y pérdidas diarias no la efectúan todos los participantes que mantienen posiciones frente a Meff Renta Fija, sino solo los miembros liquidadores. El desembolso que estos últimos deben finalmente realizar es el neto del que correspondería realizar, por cualquier concepto, a cada uno de los que liquidan con su mediación. En este sentido, conviene apuntar que también contribuyen al movimiento total de efectivo que tiene lugar diariamente entre los miembros liquidadores y Meff Renta Fija, los desembolsos por primas de opciones contratadas en la sesión y los pagos que se deben efectuar a la Cámara en concepto de comisiones.

Al cierre de la sesión, se comunica a los miembros el movimiento neto de efectivo que se abonará o adeudará en sus respectivas cuentas de tesorería o en las de su domiciliatario. El Reglamento estipula que las instrucciones de liquidación de estos flujos deben estar disponibles antes de las 10 horas del siguiente día hábil. Finalmente, al ejecutarse sin incidencias las órdenes de movimiento de fondos que Meff cursa al Banco de España, se extinguen las obligaciones entre la Cámara y los miembros a que dio lugar la sesión en cuestión. De esta forma, los movimientos diarios de efectivo correspondientes a una sesión de Meff Renta Fija únicamente tienen carácter firme al concluir el siguiente día, cuando se procede a la liquidación en el sistema de pagos (24).

Cuando la cuenta de un miembro liquidador no dispone del saldo necesario para asentar el cargo que Meff Renta Fija haya ordenado, debe ser Meff Renta Fija la que lo abone con cargo a la cuenta que mantiene en su entidad domiciliataria. Tras la comunicación de esta incidencia, Meff Renta Fija pone en marcha las medidas de emergencia con que pretende aminorar el impacto, y que son el objeto de un apartado posterior.

(24) La puesta en marcha del sistema de liquidación de pagos en tiempo real podría restar validez a esta afirmación en la medida en que la Cámara no los agrupe en un único proceso al final del día, sino en varios distribuidos a lo largo de la sesión.

IV.4.3.5. Garantías diarias

Aunque la liquidación de las pérdidas y ganancias al final de la sesión alivia la exposición al riesgo de contraparte que la Cámara asume, no lo elimina por completo. Llegada la hora límite del siguiente día hábil, pudiera suceder que algún miembro liquidador no dispusiera de saldo para satisfacer el pago ordenado por Meff. En este caso, las liquidaciones previas muy probablemente habrán amortiguado el impacto que la Cámara podría haber experimentado en su ausencia, si ese miembro hubiese acumulado pérdidas. Sin embargo, el desfase con que se calculan e instruyen no les permite hacer frente a las posibles pérdidas de la última sesión.

La respuesta a ese problema, como sucede en el resto de mercados organizados, se basa en exigir a los participantes que constituyan garantías diarias a favor de Meff Renta Fija por cada contrato en el que hayan intervenido y que haya sido admitido a registro por esa Cámara. Dada la función que estas garantías desempeñan, su importe responde a una estimación conservadora de la máxima pérdida que pudiera acumular en una sesión un tenedor genérico de un contrato, debida a una evolución adversa de los precios del mismo. En Meff Renta Fija, se disponen, mediante Circular, los importes por contrato que se deben depositar para cada uno de los que esa Cámara admite a registro (véase cuadro IV.1). En todo caso, esas cantidades siempre tienen en cuenta cuál ha sido la magnitud del cambio diario entre cotizaciones que ha sido máxima en el 99 % de los casos, durante un amplio período de sesiones.

En la práctica, como se describe en el apéndice IV.A, el importe de las garantías que Meff Renta Fija exige a cada titular se actualiza diariamente y responde a un enfoque de cartera, donde se tiene en cuenta la compensación del riesgo a que da lugar una posición de distinto signo en instrumentos cuyas cotizaciones guardan una estrecha correlación, dado que, en tal caso, parte de las hipotéticas pérdidas a que pueda dar lugar un instrumento se deberán ver compensadas por beneficios en el otro. Este modo de proceder equivale a reconocer que las tenencias por parte de un mismo titular en distintos instrumentos se afianzan recíprocamente (*cross margining*), lo cual es, a su vez, una expresión de la medida de emergencia más importante que dispone la Cámara en caso de fallido: liquidar las posiciones con beneficios para financiar, aunque solo sea en parte, la cancelación de las que han dado lugar a pérdidas.

La obligación de afianzar los contratos registrados alcanza a todos los participantes en el mercado. Pero, en particular, aquellos que actúan como liquidadores son responsables solidarios de la constitución de los depósitos en garantía que corresponde efectuar a sus clientes y a los miembros negociadores que utilizan sus servicios. Sin embargo, a dife-

CARACTERÍSTICAS DE LOS FUTUROS SOBRE DEUDA (a)

	Diez años		
	Futuro	Opción	Opción mensual
Activo subyacente	Bono nacional de deuda pública anotada a diez años (cupón: 6,5 %)	Futuro sobre el bono nacional a diez años	Futuro sobre el bono nacional a diez años
Valor nominal	10.000.000 de pesetas [100.000 euros (b)]	Un contrato de futuros	Un contrato de futuros
Ejercicio	—	Americano	Americano
Vencimientos negociados	Marzo, junio, septiembre y diciembre	Los dos primeros vencimientos del ciclo trimestral	El mes con el vencimiento más cercano
Fecha de vencimiento	Tercer miércoles del mes del vencimiento	El primer miércoles del mes de vencimiento del futuro subyacente	El primer miércoles de cada mes
Último día de negociación	Hasta dos días hábiles anteriores a la fecha del vencimiento	Fecha de vencimiento	Fecha de vencimiento
Forma de cotización	En porcentaje del nominal	En múltiplos de 1.000 PTA	En múltiplos de 1.000 PTA
Fluctuación mínima (<i>tick</i>)	Un punto básico, igual a 1.000 PTA [10 euros(b)]	Un punto básico, igual a 1.000 PTA	Un punto básico, igual a 1.000 PTA
Fluctuación máxima	± 165 <i>ticks</i>	No se aplican límites	No se aplican límites
Liquidación vencimiento	Entrega obligatoria	Ejercicio o expiración	Ejercicio o expiración
Depósitos de garantía	Sin compensar 165.000 PTA Posición <i>straddle</i> 40.000 PTA	Los depósitos se calculan teniendo en cuenta la cartera global de futuros y opciones	Los depósitos se calculan teniendo en cuenta la cartera global de futuros y opciones
Horario de negociación	9 h. a 17.15 h.	9 h. a 17.15 h.	9 h. a 17.15 h.
Comisiones	Negociación y compensación = 75 PTA <i>Rollover</i> = 75 PTA Vencimiento = 75 PTA Aplicaciones = 75 PTA	Vencimiento = 0 PTA Ejercicio = 75 PTA	Vencimiento = 0 PTA Ejercicio = 75 PTA

CARACTERÍSTICAS DE LOS FUTUROS SOBRE DEUDA (a) (continuación)

	<i>Cinco años</i>		
	<i>Futuro</i>	<i>Opción</i>	<i>Opción mensual</i>
Activo subyacente	Bono nacional de deuda pública anotada a cinco años (cupón: 5,5 %)	Futuro sobre el bono nacional a cinco años	Futuro sobre el bono nacional a cinco años
Valor nominal	10.000.000 de pesetas [100.000 euros (b)]	Un contrato de futuros	Un contrato de futuros
Ejercicio	—	Americano	Americano
Vencimientos negociados	Marzo, junio, septiembre y diciembre	Los dos primeros vencimientos del ciclo trimestral	El mes con el vencimiento más cercano
Fecha de vencimiento	Tercer miércoles del mes del vencimiento	El primer miércoles del mes de vencimiento del futuro subyacente	El primer miércoles de cada mes
Último día de negociación	Hasta dos días hábiles anteriores a la fecha del vencimiento	Fecha de vencimiento	Fecha de vencimiento
Forma de cotización	En porcentaje del nominal	En múltiplos de 1.000 PTA	En múltiplos de 1.000 PTA
Fluctuación mínima (<i>tick</i>)	Un punto básico, igual a 1.000 PTA [10 euros(b)]	Un punto básico, igual a 1.000 PTA	Un punto básico, igual a 1.000 PTA
Fluctuación máxima	± 100 <i>ticks</i>	No se aplican límites	No se aplican límites
Liquidación vencimiento	Entrega obligatoria	Ejercicio o expiración	Ejercicio o expiración
Depósitos de garantía	Sin compensar 100.000 PTA Posición straddle 30.000 PTA	Los depósitos se calculan teniendo en cuenta la cartera global de futuros y opciones	Los depósitos se calculan teniendo en cuenta la cartera global de futuros y opciones
Horario de negociación	9 h. a 17.15 h.	9 h. a 17.15 h.	9 h. a 17.15 h.
Comisiones	Negociación y compensación = 50 PTA <i>Rollover</i> = 50 PTA Vencimiento = 50 PTA Aplicaciones = 50 PTA	Vencimiento = 0 PTA Ejercicio = 50 PTA	Vencimiento = 0 PTA Ejercicio = 50 PTA

Fuente: Condiciones Generales de los contratos de Meff.

(a) Vigentes a 8 de agosto de 1998.

(b) A partir del 1 de enero de 1999.

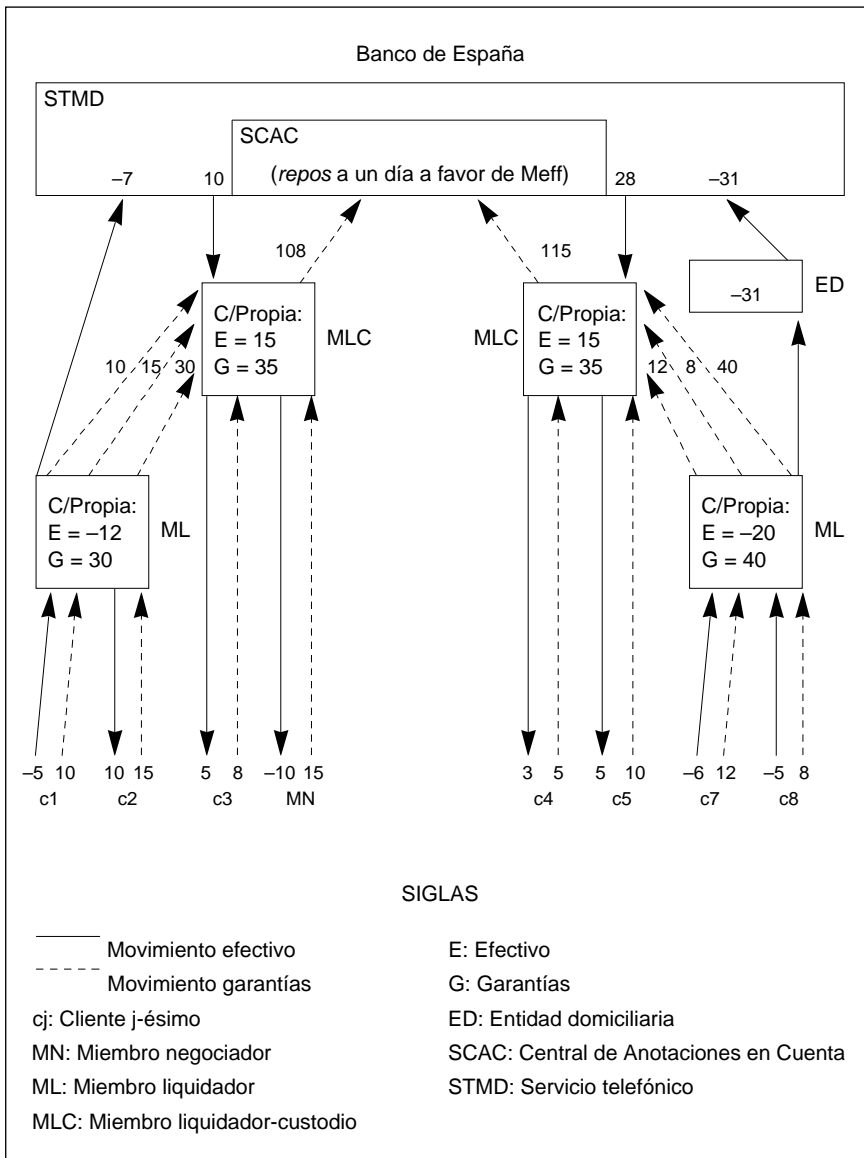
rencia de lo que sucedía con el efectivo, no centralizan la movilización de las fianzas.

La forma en que se materializan las garantías diarias es, de acuerdo con la Circular 101/1992, mediante adquisición de deuda pública con pacto de reventa a un día (*repo*). Con estos activos, la Cámara dispone de elevada capacidad para hacer frente a presiones de liquidez. El proceso administrativo de su constitución comienza, al concluir la sesión correspondiente, con el ingreso en la cuenta de depósitos de Meff Renta Fija, con valor día siguiente, del importe correspondiente a las garantías por posiciones abiertas y con la comunicación al Banco de España de la compra de *repos*, también con valor día siguiente. Al dar inicio este último, se materializa la compra de *repos* a favor de Meff Renta Fija. Dos días más tarde, tras las liquidaciones de efectivo y de valores de la sesión en que los *repos* han vencido, tanto el dinero como los títulos han invertido ya su movimiento. No obstante, conviene observar que Meff Renta Fija no es el beneficiario final de los rendimientos que genera la operación, por lo que, aun cuando en esa fecha se abona en su cuenta el importe del *repo* más intereses, ambos son traspasados seguidamente al miembro al que correspondan. Con este esquema de afianzamiento, Meff Renta Fija introduce más seguridad en su gestión, al disponer de la flexibilidad y certeza que proporciona la Central de Anotaciones, en la custodia de valores. Esta constituye una poderosa razón por la que en Meff Renta Fija, a diferencia de lo que sucede en mercados como Liffe o Matif, no se acepte, en calidad de garantías diarias, la entrega de activos extranjeros. Además, el papel especial que desempeña la Central de Anotaciones determina la existencia de una nueva categoría de miembros en Meff Renta Fija: los conocidos como liquidadores-custodios.

Este nuevo grupo de participantes constituye el conjunto de miembros más selecto por sus funciones, aunque en la práctica es el más numeroso. Además de corresponderles las funciones que desempeñan los liquidadores, compete a los liquidadores-custodios el recibir y custodiar las garantías diarias constituidas a favor de Meff Renta Fija. Además, también les corresponde efectuar la compra-venta de las referencias de deuda en las liquidaciones que se saldan con entrega. En definitiva, la condición de miembro liquidador-custodio añade a las funciones de los liquidadores aptitudes especiales en relación con la negociación y tenencia de deuda del Estado, lo que se concreta en el Reglamento exigiendo que sean entidades gestoras con capacidad plena para mantener cuentas de terceros.

En conjunto, el funcionamiento ordinario del sistema de liquidación y de garantías diarias responde a una temporización de los flujos de información, fondos y valores entre los distintos participantes, como la que se representa en el esquema IV.1.

MOVIMIENTOS DE EFECTIVO Y DE GARANTÍAS (a)



SIGLAS

- Movimiento efectivo
- - - - Movimiento garantías
- cj: Cliente j-ésimo
- MN: Miembro negociador
- ML: Miembro liquidador
- MLC: Miembro liquidador-custodio
- E: Efectivo
- G: Garantías
- ED: Entidad domiciliaria
- SCAC: Central de Anotaciones en Cuenta
- STMD: Servicio telefónico

(a) El esquema representa los movimientos de efectivo y de garantías que tienen lugar típicamente con ocasión de cada liquidación de pérdidas y ganancias. Para ello se han identificado las distintas clases de participantes en el mercado (véase cuadro de siglas). Para los miembros liquidadores y liquidadores-custodios, su recuadro contiene los movimientos que corresponden a sus operaciones por cuenta propia. Aunque las magnitudes de los flujos representados solo sirven a efectos ilustrativos, sus equilibrios sí son significativos. En cualquier caso, representan los movimientos asociados a distintos aumentos de las correspondientes posiciones abiertas en una misma sesión. En este esquema los flujos son dirigidos por Meff mediante comunicaciones.

IV.4.3.6. *Garantías extraordinarias*

En ocasiones, la excesiva volatilidad en la cotización de los futuros obliga a interrumpir la secuencia de acontecimientos descritos en el apartado anterior, con objeto de introducir mayor seguridad. En efecto, si a lo largo de una sesión el precio de un futuro ha alcanzado una determinada fluctuación máxima —cuya magnitud la determina Meff Renta Fija, con el visto bueno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores—, el escenario adverso que se contempló en el cálculo de las garantías para la sesión en curso comienza a cobrar más verosimilitud. En ese caso, se puede considerar que una buena parte de las garantías aportadas por un titular con pérdidas hasta el momento ya no podrá asegurar a la Cámara ante movimientos ulteriores en los precios que agudicen su situación. Con objeto de recuperar un nivel suficiente de garantías en tales situaciones, la Cámara exige depósitos extraordinarios a aquellos miembros liquidadores cuya cuenta total refleje cierto nivel de pérdidas hasta ese momento. Por tanto, el propósito de los límites de fluctuación no es, bajo ningún concepto, interrumpir la negociación (25).

Sin embargo, los miembros liquidadores afectados por tales medidas no podrán seguir tomando posiciones en el Mercado que aumenten su riesgo total con la Cámara mientras no se depositen esas garantías extraordinarias (26). Su forma de materialización es, en este caso, más flexible que la de las garantías ordinarias: transferencia de efectivo a través del STMD a una cuenta a nombre de Meff Renta Fija (27), libramiento de cheque del Banco de España directamente a Meff Renta Fija, ampliación del depósito de garantía diaria si es posible hacerlo con valor día, o con cheque bancario librado y conformado por una entidad de crédito distinta de la entidad a la que se le exige la garantía y aceptada por la Cámara.

El importe de los depósitos extraordinarios que corresponde efectuar a un miembro liquidador responde al total de las pérdidas realizadas en futuros, las no realizadas todavía, las primas de opciones debidas y las comisiones devengadas por el conjunto de cuentas que liquidan a su través, sin que en la agregación anterior se puedan compensar los resultados que recogen las subcuentas propias con los que contienen las de los

(25) El Reglamento también contempla esta contingencia, aunque no hay procedimientos automáticos que desencadenen tal hecho, y es la Comisión Nacional del Mercado de Valores la que dicta la duración y alcance de la suspensión en la negociación. En tal caso, los pagos y liquidaciones que no se hayan podido efectuar cuando les hubiera correspondido se deben realizar en la fecha de reanudación de las sesiones, incluso si entretanto ha vencido el contrato correspondiente.

(26) El control de las operaciones que aumentan el tamaño del riesgo se ve facilitado porque las cuentas diarias se desdoblán en subcuentas de posiciones compradoras y vendedoras.

(27) A estos fines exclusivamente, Meff Renta Fija dispone de una cuenta de tesorería en el Banco de España.

clientes. En realidad, la garantía extraordinaria solo se exige cuando las mencionadas pérdidas exceden en cinco millones de pesetas al 0,5 % de los recursos propios del miembro.

IV.4.3.7. Garantía inicial y límite operativo

Las medidas descritas hasta ahora no bastan para eliminar todos los resquicios de riesgo que la Cámara asume. En efecto, entre el registro de una compraventa en una cuenta diaria, mientras transcurre la sesión, y su consiguiente depósito de garantías media un tiempo en el que, sin medidas adicionales, Meff Renta Fija carecería de cobertura. Además, dos compraventas de distinto signo dentro de la misma sesión no llegan nunca a estar afianzadas con garantías ordinarias. De esta forma, la liquidación diaria de las posibles pérdidas a que pudiera dar lugar una evolución adversa de las cotizaciones, durante el período de sesión que resta tras el registro, no estaría asegurada.

Para hacer frente a este riesgo, Meff Renta Fija exige a los miembros liquidadores unas garantías iniciales y les impone un límite operativo diario. Son ellos los destinatarios de estas nuevas medidas, porque son los liquidadores, y no los clientes o los negociadores, la contrapartida directa de la Cámara mientras las transacciones están registradas en las cuentas diarias. Cuando, al finalizar la sesión, se vuelcan a cuentas propias o de clientes, el riesgo de la Cámara con ellos deja de ser directo en lo que se refiere a las segundas.

La garantía inicial mínima es de 20 millones de pesetas. Se materializa en deuda del Estado pignorada a favor de Meff Renta Fija mediante intervención de fedatario público. Pero los miembros liquidadores que desarrollen una importante actividad en el mercado pueden tener el incentivo a superar la cantidad anterior. La razón es que, asociado al valor de la garantía inicial, Meff Renta Fija establece un límite operativo diario a las posiciones que puede mantener abiertas en la Cámara, independientemente de su signo. Concretamente, el límite a que está sujeto un miembro liquidador cualquiera es igual al máximo de la garantía inicial que aportó y el 2 % de sus recursos propios. Conviene observar que un elemento importante para la efectividad de esta limitación lo constituye la tecnología electrónica de que Meff Renta Fija dispone, que hace posible un control en tiempo real de estos aspectos.

IV.4.3.8. Segregación de cuentas

Además del sistema de depósitos que se ha venido describiendo, otro importante mecanismo de protección es lo dispuesto en materia de

segregación de cuentas. Sin embargo, en este caso la protección no se refiere directamente a la Cámara, sino a los participantes más sencillos del mercado. Todos los participantes asumen el riesgo de contraparte de la Cámara, pero los clientes y miembros exclusivamente negociadores se encuentran en una posición especial. Al tener que utilizar los servicios de un miembro liquidador, podrían verse expuestos al riesgo de que pérdidas en la cuenta propia de este último les afectaran si no hubiera una debida separación de responsabilidades. De hecho, la falta de una adecuada segregación entre las cuentas de clientes que mantiene un mismo miembro liquidador también podría constituir fuente de contaminación entre participantes.

Como se ha ido avanzando a lo largo de esta sección institucional, en Meff Renta Fija la respuesta a ese problema es mixta. La liquidación neta de las pérdidas y ganancias de la sesión a través de los miembros liquidadores supone la ausencia de una desagregación a los efectos de ese concepto. Sin embargo, por lo que a la integridad de las garantías diarias y de las posiciones se refiere, la separación es total. Los depósitos de los clientes afianzan exclusivamente sus respectivas tenencias, no pudiendo ser movilizados ante un fallido del miembro liquidador o de otros clientes suyos. El único efecto sobre los saldos de contratos que mantienen es su traspaso a un nuevo miembro liquidador, pero este tema corresponde al siguiente apartado.

IV.4.3.9. Medidas de emergencia

Cuando acontece un incumplimiento, deben entrar en juego las medidas encaminadas a evitar que sus efectos se magnifiquen. Para ello, nada es tan necesario como que la Cámara tenga constancia del fallido, por lo que los miembros liquidadores deben comunicar la identidad del participante que no ha satisfecho las obligaciones que le correspondían en razón de sus tenencias. Naturalmente, la información de la Cámara es inmediata cuando el problema afecta directamente a un miembro liquidador, ya sea por el estado de sus cuentas propias o por las de sus clientes.

Para evitar que el riesgo se incremente, el Reglamento de Meff Renta Fija contempla la liquidación de todas las posiciones de los participantes afectados. De hecho, los miembros liquidadores están obligados a cursar orden de cierre en el mercado de todas las posiciones que mantienen en su cuenta propia, en caso de que incumplan alguna de sus obligaciones de constitución de garantías o de liquidación de efectivo que les corresponde. Además, si fuera necesario, Meff Renta Fija puede ejecutar las garantías previamente constituidas por el cliente o por el

miembro liquidador. En este sentido, cabe observar que la disposición adicional 7ª de la Ley 3/1994 otorga a la Cámara derecho absoluto de separación de las garantías aportadas por miembros y clientes en procesos concursales.

Si la orden de cierre de posiciones se salda con beneficios, Meff Renta Fija los reembolsa. Si diera lugar a pérdidas, Meff Renta Fija puede ejecutar las garantías previamente constituidas por el participante en problemas, devolviendo el importe sobrante, si lo hubiera. La responsabilidad solidaria de los miembros liquidadores con sus clientes incrementa el importe de las garantías que Meff Renta Fija puede ejecutar si falla uno de ellos. Pero, si fueran también insuficientes, es el capital de Meff Renta Fija el que, en primera instancia, se hace cargo frente a terceros implicados, sin perjuicio de que posteriormente se dirija contra el responsable.

En Meff Renta Fija, el colapso de un miembro liquidador no tiene por qué afectar directamente a las garantías y a las posiciones de sus clientes, debido al sistema de segregación de cuentas adoptado. Sin embargo, la suspensión temporal o definitiva del miembro en cuestión, que contempla el Reglamento, o su falta de capacidad operativa, en tales circunstancias, pueden imposibilitar que los clientes gestionen sus saldos. En ese caso, el riesgo para estos y para la Cámara estaría fuera de control. Por ello, el Reglamento habilita a Meff Renta Fija para traspasar las posiciones de esos clientes afectados a las cuentas de otros miembros liquidadores, previo consentimiento de ambas partes.

IV.5. Futuros sobre deuda

IV.5.1. Los contratos disponibles

Como se comentó en el apartado IV.3, un elemento clave en los mercados organizados de instrumentos derivados, por sus efectos en cuanto a la concentración de liquidez, es la estandarización de los contratos que en ellos se negocian. Un buen ejemplo lo constituye el proceso de normalización que convierte las compraventas de deuda a plazo en contratos de futuros sobre deuda.

En general, una compraventa de deuda a plazo consiste en un acuerdo que compromete a las partes a intercambiar una cierta cantidad nominal de una determinada emisión de deuda por efectivo, al precio y en la fecha futura estipulados cuando se cerró la transacción. Por lo que respecta al grado relativo de estandarización, la diferencia entre este tipo de compraventas y las realizadas mediante un contrato de futuro sobre

deuda radica en que, mientras los contratos a plazo son totalmente «a medida» en lo relativo al valor subyacente al que se refiere, al nominal del mismo intercambiado y a la fecha en que el mismo se produce, en un contrato de futuro solo el precio al que tiene lugar la compraventa escapa a la uniformidad que impone el diseño con que el mercado define el resto de condiciones.

Las especificaciones mediante las que se normalizan los futuros sobre deuda admitidos a negociación en Meff Renta Fija se recogen en las Condiciones Generales de los Contratos. En este documento, se desarrollan los distintos tipos de contratos reconocidos para los que sus respectivos subyacentes tienen la naturaleza de deuda. En concreto, Meff Renta Fija ha contemplado hasta el momento cuatro clases de contratos con esas propiedades: los referidos a bonos nocionales de treinta, diez, cinco y tres años, respectivamente (28).

Naturalmente, la diferencia entre esos distintos tipos reside en el diferente tramo de la curva de rentabilidades que cubren. Para cada uno de ellos, el abanico limitado de fechas de vencimiento que se contemplan para el intercambio del subyacente por efectivo definen y dan nombre al conjunto de contratos que en la práctica se pueden negociar. En Meff Renta Fija, las fechas en que tienen lugar los distintos vencimientos coinciden, como sucede en otros mercados internacionales, con los días de mediados de mes (29) del ciclo que forman los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre, de forma que se habla de los vencimientos de marzo, junio, septiembre y diciembre de los futuros sobre el bono a diez, a cinco o a tres años, todos los cuales pueden ser objeto de negociación simultánea.

Finalmente, la normalización que Meff Renta Fija impone alcanza al nominal del subyacente que la contratación de un único futuro representa. En Meff Renta Fija, el nominal de los dos contratos mencionados ha sido, desde su introducción, de 10.000.000 de pesetas (30). Esta magnitud es indicativa del carácter profesional que, desde el inicio, ha tenido este tipo de instrumentos, en contraste con los instrumentos derivados del Ibex, para los que la elección de nominal intentó adaptarse a una operativa minorista. Dado que la cotización se realiza en términos porcentuales, con una precisión que alcanza hasta la centésima de punto, la

(28) No se incluyen en este grupo los contratos DIFF, que fueron introducidos por Meff Renta Fija en junio de 1996. El subyacente de estos contratos no es estrictamente un título o cesta de deuda, sino la diferencia entre los precios de la deuda del gobierno de un país europeo (Alemania, Francia o Italia) y la de España [véase Martínez Resano (1997)].

(29) El tercer miércoles o el siguiente día hábil, en caso de ser festivo el anterior.

(30) 100.000 euros a partir del 1 de enero de 1999.

fluctuación mínima en el precio de los futuros sobre deuda equivale a ganancias o pérdidas de 1.000 PTA.

IV.5.2. El diseño de los contratos

Resulta interesante entender la anterior elección de especificaciones como resultado de una tarea de diseño. En este sentido, aunque no es intrascendente la elección de las fechas de liquidación o el nominal de los contratos, las dos cuestiones clave a las que se enfrenta el diseño de un futuro sobre deuda son, por un lado, la elección óptima del plazo de la deuda cuyos atributos se pretenden imitar y, por otro, que la definición del subyacente contribuya eficientemente a tal propósito. En conjunto, ambos aspectos deben asegurar que la réplica mediante el futuro del comportamiento de los valores de deuda sea tal, que el mercado de deuda se vea «completado». A falta de posteriores precisiones sobre el significado de este objetivo, se puede aclarar su sentido recordando la reseña histórica, recogida en el apartado IV.2, sobre el interés que mostraron los agentes del mercado de deuda español por la creación dentro del mismo de un segmento a plazo.

Pero antes de describir cómo se ha dado respuesta, en Meff Renta Fija, a las consideraciones del párrafo precedente, conviene recordar cómo es que las tenencias de deuda adquiridas a plazo y todavía no liquidadas pueden poseer atributos de las tenencias de deuda adquirida en contado. O, expresado de otro modo, cómo es que las compraventas en contado y a plazo son, hasta cierto punto, sustitutivas.

IV.5.2.1. Las bases del diseño

Es evidente que, a partir de la fecha de vencimiento de una operación a plazo, sus efectos económicos resultan indistinguibles de los de una compraventa al contado con valor ese mismo día. Siendo eso así, no deben existir diferencias financieras entre la adquisición a plazo de un título de deuda o su adquisición al contado financiada hasta la fecha de liquidación. Pero, dado que esta última alternativa da lugar a resultados financieros netos —debido al devengo de intereses y a los costes de financiar la posición—, también deben reflejarse en los términos de la adquisición a plazo. Pero el único modo en que eso es posible es que el precio de la compraventa a plazo dé lugar a unas pérdidas o ganancias de capital coherentes con los resultados anteriores y, por tanto, con la ausencia de arbitraje. De este modo, surge una cuña entre los precios ex-cupón de la deuda bajo ambas modalidades de adquisición. Naturalmente, esta cuña, a la que se conoce como base bruta, es tam-

bién un concepto aplicable a los futuros sobre deuda, dada su condición de contratos a plazo normalizados.

Haciendo un juego de palabras, se puede decir que la utilidad de los futuros sobre la deuda se asienta sobre la base. Cuando esta es objeto activo de negociación, los movimientos de precios de la deuda al contado se ven reflejados en alteraciones correlativas de las cotizaciones de los futuros. En consecuencia, los futuros sobre deuda pueden servir como instrumento de cobertura del riesgo de mercado de la deuda. Pero la negociación de la base resulta una condición fundamental. Expresado de otro modo, equivale a exigir que los mercados monetarios y los mercados de deuda estén suficientemente integrados. De esta forma, se hace factible una financiación ágil de las posiciones de deuda hasta la fecha de vencimiento de los futuros, con lo que la cotización de estos últimos puede adquirir un anclaje en la evolución del mercado subyacente. Desde este punto de vista, se puede decir que una de las claves del éxito de Meff Renta Fija se debe a la configuración del mercado de deuda pública anotada en España, que integra con eficacia los dos mencionados segmentos a través del Banco de España.

Si la única explicación de la base bruta fueran los resultados financieros asociados al descrito efecto arrastre de posiciones, el ajuste de la misma por el importe de esos últimos sería cero. Sin embargo, el resultado de esa corrección, que se conoce como base neta, es generalmente distinto de cero y diferente para las distintas referencias de deuda. Así, la base neta refleja el distinto valor relativo entre las diferentes emisiones de deuda y un determinado contrato de futuro. Su variabilidad resulta un estímulo adicional a participar en el mercado de futuros y en el de contado para los especuladores. Por tanto, un adecuado diseño de los futuros sobre deuda debe cuidar estos aspectos, como se describe en el apartado IV.5.3.

El carácter sustitutivo que tienen los futuros sobre la deuda, en relación con su subyacente, no es la única razón por la que contribuyen a completar el mercado. Para ello conviene tener en cuenta, en primer lugar, el apalancamiento integrado que los mismos ofrecen, al permitir tomar posiciones en instrumentos con los mismos atributos de la deuda, pero sin necesidad de realizar desembolso en efectivo alguno (31). Y, en segundo lugar, hay que tener presente que facilitan la adopción de posiciones cortas en deuda, debido al margen de maniobra que ofrece el diferimiento en la fecha de liquidación con entrega. Sin embargo, también es importante aclarar que la contratación a plazo no supone una ventaja adicional apreciable en un aspecto que con frecuencia se confunde. En ocasiones, algunos agentes asumen que los precios a los que se contra-

(31) El grado efectivo de apalancamiento viene determinado por los niveles de garantías exigidos para mantener una posición abierta.

ta a plazo o a futuro manifiestan de un modo más fiel que los del contado las expectativas del mercado sobre los precios que regirán en la fecha futura de liquidación. Desde esta perspectiva, la base mediría el cambio esperado en la cotización del contado hasta la fecha de vencimiento, y su significatividad económica sería, por tanto, elevada. Bajo esa hipótesis, los futuros sobre deuda completarían informativamente el mercado de esta última. Sin embargo, como ya se ha comentado, la base únicamente mide el coste de replicar una posición a plazo larga por medio de una posición del mismo signo tomada en contado y una corta en el futuro. De este modo, el contenido informativo del futuro y del contado es el mismo, salvo por la mayor agilidad con que se movilizan posiciones y precios en el futuro en momentos de cambios bruscos en las expectativas.

IV.5.2.2. El plazo

Dada la importancia de su función de cobertura, resulta inmediato entender la elección que, en cuanto a plazo, se hizo en el diseño del primer futuro sobre deuda lanzado por Meffsa, el referido al bono nocional a tres años. En 1990, cuando tuvo lugar su lanzamiento, el plazo medio de los saldos vivos de deuda a medio y largo plazo rondaba los 2,2 años. En consecuencia, la demanda de instrumentos de cobertura tenía que centrarse en torno a ese plazo. Sin embargo, el progresivo alargamiento en los plazos de las nuevas emisiones de deuda que tuvo lugar posteriormente, junto con la referencia que marcaban otros mercados internacionales de instrumentos derivados de la deuda, estimularon la demanda de un contrato de futuro de más largo plazo. Así, primero, en abril de 1991, se introdujo un contrato a cinco años y, en diciembre de 1992, se lanzó el contrato sobre el bono nocional a diez años. Con este en escena, el contrato referido al bono nocional a cinco años perdía gran parte de su sentido. La polarización de la contratación internacional en torno a contratos a diez años significaría su final, que llegó en junio de 1992. Sin embargo, en 1997 volvieron a aparecer, coincidiendo con la retirada del contrato de tres años y con las modificaciones introducidas en los futuros a diez años, que ofrecieron margen para la existencia de un instrumento que cubriese el tramo intermedio de la curva, en un contexto caracterizado por una ampliación de la oferta de instrumentos derivados de la deuda en todos los mercados europeos, como respuesta al reto competitivo que la moneda única planteaba. Finalmente, el comienzo de la emisión de deuda a treinta años, en 1998, auspició el lanzamiento del contrato de futuro de dicho plazo, en junio de ese año.

Sin embargo, el éxito del instrumento a diez años, medido tanto en términos de contratos negociados como registrados, no fue inmediato (véanse gráficos IV.1 y IV.2). Las fuertes pérdidas que se registraron en los

NEGOCIACIÓN DE FUTUROS SOBRE DEUDA
En miles de contratos



Fuente: Meff Renta Fija.

mercados de deuda, en la segunda mitad de 1992 (véase gráfico IV.3), retrajeron a los potenciales participantes en Meff Renta Fija. Solo a partir de 1993 comenzó a adquirir ese instrumento la pujanza que mantiene en la actualidad, en detrimento de la actividad en el futuro sobre la deuda a tres años. De esta forma, hasta el presente la coexistencia en nuestro mercado de dos instrumentos derivados de deuda de plazos diferentes ha tenido tan poco éxito como en otros mercados internacionales.

A ello han contribuido también, en nuestro caso, algunas deficiencias en el diseño del subyacente al futuro a tres años que el paso del tiempo ha puesto en evidencia. Esta falta de adecuación en algunos aspectos del diseño, unida al carácter subóptimo del futuro a diez años para cubrir títulos de deuda de plazos más cortos (32), han motivado el intento, acometido en 1996, por revitalizar el futuro a tres años mediante la modificación de algunas de las especificaciones de la definición de su subyacente. Sin embargo, el ya mencionado relanzamiento de los contratos a cinco años es, en parte, prueba del limitado éxito de esa iniciativa.

(32) La cobertura de una posición en deuda a tres años con futuros sobre el bono a diez años entraña riesgo de base, puesto que la curva de rentabilidades, en general, no se desplaza de forma paralela.

INTERÉS ABIERTO FUTURO DIEZ AÑOS
En miles de contratos



Fuente: Meff Renta Fija.

IV.5.2.3. El bono notional

Un aspecto fundamental a la hora de promover el máximo interés por los futuros sobre deuda lo constituye la adecuada elección del subyacente. Mediante esta, se debe contribuir a fomentar la máxima demanda y liquidez de los contratos. Para describir cómo se aborda esta cuestión, conviene observar que, si el subyacente fuera una determinada referencia de deuda, el contrato de futuro tendería a reflejar exclusivamente el comportamiento de la misma. El interés que suscitaría tal instrumento se vería considerablemente mermado en comparación con el que correspondería a un contrato de futuro para el que el diseño del subyacente permitiera replicar simultáneamente el comportamiento de varios bonos o referencias. En este último caso, el número de potenciales interesados en ese instrumento de cobertura sería mayor.

Con el fin de alcanzar el objetivo anterior, Meff Renta Fija define los subyacentes a los distintos contratos de futuros sobre deuda por medio de tres elementos. En primer lugar, en términos de un conjunto o «cesta» de bonos, cualquiera de los cuales es apto para satisfacer la entrega de deuda en la liquidación al vencimiento. En segundo lugar, mediante un

COTIZACIÓN FUTURO A DIEZ AÑOS (a)



Fuente: Mef Rentas Fijas.

(a) La discontinuidad en la cotización del futuro en septiembre de 1997 fue debida a la entrada en vigor del cambio con el tipo de interés del bono nacional.

bono nacional que, siendo su carácter ficticio y puramente instrumental, hace las veces de emisión representativa de los distintos valores que forman parte de la «cesta». Así, por ejemplo, el bono nacional del futuro a diez años sería actualmente una hipotética obligación emitida a ese plazo en cada fecha de vencimiento con cupón 6,5 % pospagable anualmente. Finalmente, la representación que, de los valores de la «cesta», hace el bono nacional se efectúa mediante el tercer elemento del diseño: una relación de equivalencia entre el bono nacional y los títulos que forman parte de la misma. Con este diseño del subyacente, el interés por la negociación de un contrato de futuro puede reflejar el saldo vivo agregado de los valores que forman parte de la «cesta». Además, este efecto amplificador será tanto más importante cuanto más se negocien los bonos que forman parte de la misma, por lo que las condiciones de los contratos de futuros sobre la deuda a cinco y a diez años limitan las referencias que pueden formar parte del conjunto de entregables a aquellas cuyo saldo vivo en circulación y su contratación superan ciertos mínimos (33).

(33) Pueden formar parte de la cesta de entregables todos los referencias que, además de cumplir las condiciones que se estipulan en cuanto a plazo residual, tengan un saldo vivo superior a 300 mm (1.800 millones de euros, a partir del 1 enero del 1999) y para

Naturalmente, los bonos que forman parte de las «cestas» de los distintos futuros sobre deuda que se negocian en Meff Renta Fija deben satisfacer unas condiciones, en cuanto a plazo residual hasta su vencimiento, coherentes con el plazo de los contratos en cuestión. Actualmente, para formar parte de la «cesta» de entregables de los futuros a cinco, diez y treinta años, al vencimiento de los contratos los títulos en cuestión deben tener un plazo de vida residual comprendido entre 3,5 y 5,5 años para los primeros, entre 7,5 y 10,5 años para los segundos, y superior a quince años para los últimos.

IV.5.2.4. La «cesta» de entregables y su relación con el bono nocional

Como ha sido puesto de manifiesto en el apartado anterior, no basta con definir el subyacente en términos del bono nocional y de una cesta de bonos para incrementar la demanda del futuro. La condición necesaria adicional es la adopción de una adecuada relación de equivalencia entre el bono nocional y los bonos de la «cesta» a efectos de la liquidación al vencimiento. Más en concreto, un buen diseño de un futuro sobre deuda exige elegir adecuadamente las cantidades de cada uno de los valores que un vendedor de dicho instrumento puede entregar alternativamente a un comprador al llegar el vencimiento. Con esta especificación de cantidades diferentes para los distintos bonos de la cesta, se debe compensar la heterogeneidad en el valor de mercado de los mismos. Si no se procediese a algún tipo de compensación, el conjunto de bonos más preferido para dar cumplimiento de las obligaciones de entrega, es decir, el conjunto de los más baratos de la cesta, se reduciría, en general, a una única referencia, determinada por su cupón y por su plazo. En tal caso, no se estaría potenciando la liquidez del contrato de futuros.

Además, conviene observar que el efecto económico de un esquema equilibrador basado en la entrega de distintas cantidades de las diversas referencias que forman parte de la «cesta» se puede alcanzar, de forma totalmente equivalente, por un procedimiento basado en precios. Si, para cualquier bono de la «cesta», el primero exige la entrega de un determinado saldo nominal del mismo (en general, diferente para las distintas referencias), el contravalor en efectivo al que equivale, cuando se valora según el correspondiente precio de mercado, también se puede alcanzar en el segundo esquema, especificando una entrega de idéntico nominal de todos los bonos de la «cesta» y adaptando adecuadamente, en este

las que se hayan negociado, como mínimo, 100 mm mensuales (600 millones de euros) en los últimos cuatro meses previos al momento en que se incorporen a la cesta. Esta cifra de contratación es igual al epígrafe «Operaciones de compraventa simple al contado entre titulares», que se publica el *Boletín de la Central de Anotaciones en Cuenta* del Banco de España.

caso, el precio al que se valora cada bono al llegar el vencimiento. Naturalmente, este precio de liquidación al vencimiento debe diferir del precio de mercado vigente en ese momento. De hecho, el precio de liquidación al vencimiento de un bono y el nominal del mismo que se habría de entregar, si se siguiese el esquema formulado en términos de cantidades, deben estar inversamente relacionados a fin de que el contravalor en efectivo sea el mismo en ambos casos. Sin embargo, la equivalencia formulada en términos de precios resuelve un problema que presenta la otra alternativa. El hecho de que el cálculo mediante esta última conduzca, en general, a plantear la equivalencia de cantidades fraccionarias de distintos valores resta viabilidad práctica a este esquema. Por ello, Meff Renta Fija establece la relación de equivalencia en términos de precios de liquidación al vencimiento.

En el cálculo de esa relación, una variable clave es el factor de conversión que corresponde a cada bono de la cesta. El factor de conversión de una referencia expresa el coeficiente multiplicador del nominal del contrato de futuro con el que se determinaría el saldo de la misma que correspondería entregar al vencimiento, si se siguiese el esquema basado en cantidades. Por tanto, de acuerdo con lo mencionado en el párrafo anterior, su inverso es el multiplicador del precio de mercado vigente al vencimiento del contrato con el que se debe calcular el precio de liquidación en esa fecha, cuando se adopta el esquema en términos de precios. A fin de conseguir la equivalencia en la entrega entre las distintas referencias que forman parte de la cesta, el factor de conversión de cada una se calcula como su correspondiente valor relativo, en términos del bono notional, en el momento del vencimiento. Sin embargo, la aplicación literal de esta fórmula se enfrenta a dos problemas.

En primer lugar, la incertidumbre de los negociantes del contrato sería menor si conocieran de antemano los factores de conversión que se aplicarán en la fecha de vencimiento, lo cual no es compatible con la fórmula anterior, porque para su cálculo se debe esperar a que llegue ese momento. En segundo lugar, porque el valor del bono notional no es observable, debido a su carácter instrumental. Frente a este problema, la solución que se adopta, tanto en Meff Renta Fija como en el resto de los mercados, consiste en calcularlo como el valor relativo de cada referencia en relación con el bono notional, suponiendo unas condiciones de mercado especiales hipotéticas que permiten soslayar esas dificultades. En concreto, a efectos de calcular el factor de conversión, se considera que la curva de rentabilidades es horizontal y que presenta un nivel de rentabilidades igual a la tasa con que paga intereses el bono notional. En estas condiciones, el valor de mercado de este último sería el de reembolso y, de esta forma, el mencionado problema de los valores relativos de los bonos de la cesta se reduce a descontar sus cupones y su

valor de reembolso según esa ficticia rentabilidad de mercado. Por tanto, el factor de conversión f responde a la siguiente expresión matemática:

$$f = \frac{F_j (1 + r)^{\frac{t_j}{365}} - CC}{100}$$

donde r representa el tipo de interés del bono nocional, F_j la corriente de intereses y principal, en tanto por ciento, que paga el bono en cuestión a partir de la fecha de vencimiento del futuro y CC los intereses devengados por el mismo desde la última liquidación de intereses hasta el momento del vencimiento. De este forma, el vendedor de futuros que mantenga su posición hasta la fecha de vencimiento y entregue el bono cuyo precio ex-cupón sea p y factor de conversión f , ingresará a cambio la siguiente cantidad:

$$\text{Precio liquidación al vencimiento} = CC + \text{Futuro} * f$$

Naturalmente, Meff Renta Fija da a conocer a los participantes, con suficiente antelación, la lista de valores que forman parte de la cesta de entregables, así como sus respectivos factores de conversión, por medio de circular. Desde ese momento, la base bruta con que se negocia la referencia i -ésima queda definida cuantitativamente en términos de la siguiente expresión, que adapta para un futuro la definición de la base de un instrumento simple a plazo:

$$\text{Base bruta}_i = \text{Precio ex-cupón}_i - \text{factor de conversión}_i * \text{Precio futuro}$$

IV.5.2.5. *El tipo de interés del bono nocional*

Como se puede deducir del apartado anterior, el tipo de interés del bono nocional es también una variable de elección en el diseño de un contrato de futuros sobre renta fija. De hecho, el valor que se le da tiene implicaciones nada desdeñables sobre las propiedades del contrato de futuro en cuestión. En España, el tipo de interés del bono nocional a diez años se ha mantenido en el 9 % durante el período que media entre su fecha de lanzamiento y el inicio del vencimiento de diciembre de 1997, pasando a devengar intereses, a partir de este último momento, al 6,5 %, al igual que el del bono nocional a treinta años. Por su parte, el correspondiente al bono nocional a tres años pasó del 10,25 % que tenía hasta el último vencimiento de 1993, al 7 % a partir de 1994. En los dos momentos de cambio, el ajuste estuvo precedido por una acusada tendencia alcista en los precios de la deuda, que aconsejaron adecuar el tipo de

interés de los correspondientes bonos nocionales a las nuevas condiciones de mercado, acercándolo al menor nivel de rentabilidad imperante en esas circunstancias.

Con estos cambios, Meff Renta Fija afrontaba los problemas que ocasiona la divergencia entre el tipo de interés nocional del contrato y la rentabilidad de la deuda en el mercado. Cuando esa diferencia es apreciable, la equivalencia que se establece entre los bonos de la cesta, por medio de los factores de conversión, resulta imperfecta, debido a que no consigue eliminar los sesgos que favorecen la entrega de determinadas referencias y que, por tanto, no favorecen la liquidez del contrato.

En efecto, las desviaciones de la rentabilidad de mercado respecto del tipo de interés del bono nocional no son neutrales entre los distintos bonos de la cesta. Cuando la rentabilidad de mercado supera el tipo de interés del bono nocional, el factor de conversión sigue manteniendo la misma relación de equivalencia en la entrega para referencias que tienen diferente duración (34), a pesar de que la disminución en valor que supone esa mayor rentabilidad es más acentuada entre aquellas para las que el plazo de recuperación de la inversión es superior. La naturaleza del sesgo queda entonces patente: cuando la rentabilidad de mercado excede al tipo de interés del bono nocional, los vendedores de contratos de futuro preferirán entregar al vencimiento bonos que presentan un perfil temporal de flujos más distante, en términos medios, ya que el descuento de los mismos a la tasa nocional los sobrevalora en relación con aquellos para los que la vida media es más corta. Recíprocamente, cuando la rentabilidad de mercado se encuentre por debajo, los vendedores preferirán entregar los bonos que menor apreciación relativa han experimentado, es decir, aquellos que presentan menor duración. En conjunto, la elección de un tipo de interés del bono nocional cercano a la rentabilidad de mercado incrementa las posibilidades de que sea económicamente rentable la entrega de cualquiera de los bonos de la cesta.

IV.5.3. Valor relativo deuda-futuro y ratio de cobertura

El diseño de la entrega del futuro al vencimiento en términos de una cesta afecta no solo a su liquidez, como repetidamente se ha menciona-

(34) La duración es una medida del plazo medio de recuperación del capital desembolsado en la adquisición de un título de renta fija a través del cobro de intereses y del reembolso del principal, aunque solo para un bono cupón cero coincide con el plazo de vida residual. Consecuencia inmediata de esta definición es el papel que desempeña la duración como parámetro que mide la respuesta de la cotización de un título de renta fija ante cambios en la rentabilidad de mercado.

do, sino que, además, determina decisivamente el comportamiento del precio relativo del futuro con respecto al precio de la deuda en contado. Como se comentó en el apartado IV.5.2.1, ese precio relativo, expresado en términos de la base bruta, no llega a ser explicado totalmente por los costes de financiar la posición de contado hasta el vencimiento. La razón de ese residuo, al que se conoce como base neta, reside en el procedimiento que se sigue en la entrega. En ella, los vendedores de futuro disponen de derechos con valor económico frente a los compradores. En consecuencia, eso se acaba reflejando en el precio al que cotizan los contratos, en forma de un descuento en relación con el precio teórico del futuro que resultaría de tener únicamente en cuenta los mencionados costes de financiación.

En efecto, el derecho que tienen los vendedores de futuros a elegir el bono que deben entregar —si mantienen su posición hasta la fecha de vencimiento— convierte a los vendedores en tenedores de una opción que pueden ejercitar cuando el contrato se va a liquidar finalmente: la de entregar el bono que en ese momento les resulte más barato. De esta forma, la magnitud del descuento que compensa a los compradores de futuro debe responder al valor que se otorga a esa opción. Naturalmente, la razón por la que esta opción tiene valor económico radica en el hecho de que los valores relativos de los títulos de la cesta, a efectos de esa liquidación al vencimiento, pueden ser diferentes de sus precios relativos en el mercado, en ese mismo momento. Sin embargo, conviene advertir que en Meff Renta Fija la opción implícita que adquieren los vendedores de futuros les otorga solo este derecho a elegir el subyacente que finalmente entregarán, pero no a las condiciones en que lo harán. En este aspecto, conviene resaltar la diferencia con lo que ocurre en otros mercados de futuros, como el Chicago Board of Trade, donde los vendedores también pueden elegir el día del mes en que se extingue el contrato en que satisfarán la entrega (*timing option*). En Meff, este momento está totalmente predeterminado sin margen de elección alguno, como se describirá en el apartado IV.5.4.

En el momento en que vence un contrato, el bono más barato es siempre aquel cuya entrega supone menor coste neto, entendiendo como tal la diferencia entre el precio del bono en el mercado de contado y los ingresos que genera su entrega en el futuro. Con anterioridad a ese momento, siempre hay un bono de entre los pertenecientes a la cesta que presenta mayores posibilidades de llegar a ser el entregado en la fecha de vencimiento, al que también se conoce como entregable más barato. En correspondencia con esa mayor probabilidad, una posición a plazo en el mismo es estrechamente sustitutiva de una posición en futuro. Por consiguiente, el descuento con que se negocia el futuro en relación con la cotización a plazo de un bono cualquiera —lo que se conoce

como base neta (35)— debe ser mínimo para el título anterior. De esta forma, la base neta del futuro representa el coste mínimo al que un vendedor de futuros sobre deuda puede comprometer con antelación la entrega que efectuará cuando llegue el vencimiento (36). Expresado en términos de tasa, el entregable más barato, en un momento dado, es aquella referencia de la cesta para la que mayor es la rentabilidad implícita (*repo* implícito), que resulta de comparar el beneficio neto que le reporta a un vendedor de futuro comprometer su entrega a plazo en relación con el precio de su adquisición en contado (37). De esta forma, la base neta y el *repo* implícito responden a las siguientes expresiones matemáticas:

$$\text{Base neta} = \text{Precio bono a plazo} - f * \text{Futuro}$$

$$\text{Base neta} = \text{Precio bono} - f * \text{Futuro} + \text{Coste financ.} - \text{Ing. intereses} \quad [1]$$

$$\text{repo implícito} = \frac{f * \text{Futuro} - \text{Precio bono a plazo}}{(\text{CC}_t + \text{Precio bono ex-cupón})}$$

donde se ha desarrollado el precio a plazo del bono en términos de los costes que supone financiar el precio bruto del bono, durante el período comprendido entre la fecha-valor de la compra de contado y el momento del vencimiento del futuro, al correspondiente tipo del mercado monetario, mientras que los ingresos por intereses representan el cupón corrido del título en cuestión durante ese mismo intervalo ($\text{CC}_T - \text{CC}_t$) y, cuando corresponda, la renta de su reinversión.

Para el futuro español a diez años, la coexistencia durante largo tiempo de un nivel de rentabilidades superior al tipo de interés del bono nocional y de una pendiente positiva de la curva que forman los bonos de la cesta ha favorecido que la condición de entregables más baratos correspondiese, durante la mayor parte del tiempo, a los bonos de más largo plazo. Solo a partir del tercer vencimiento de 1996, tras la mencionada tendencia alcista que alcanzó el mercado español de deuda, han sido los bonos de la cesta con menor plazo los que han venido desempeñando la condición de entregables más baratos.

(35) Por tanto, la base neta se define para cualquier bono de la cesta. Sin embargo, se debe tener en cuenta que es un concepto que hace referencia de modo implícito al precio relativo de los bonos de la cesta en relación con el entregable más barato.

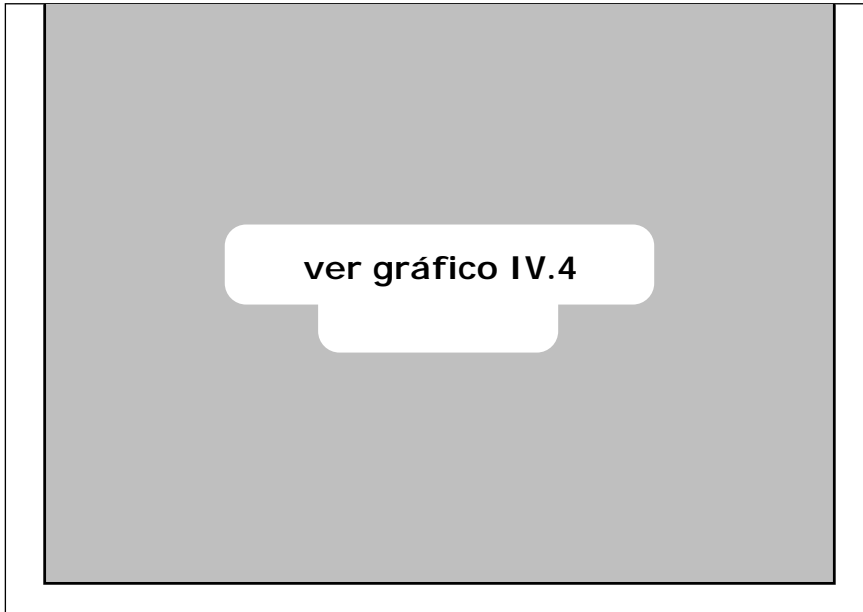
(36) Este compromiso se puede asumir adquiriendo a plazo, con disponibilidad en la fecha de vencimiento del futuro, el bono que se ha decidido entregar en ese momento. De esta forma, el coste neto (efectivo en la fecha de vencimiento) resulta de la diferencia entre los ingresos por la venta del futuro y los pagos por la compra a plazo de ese bono.

(37) En ocasiones estas dos expresiones son contradictorias. Los participantes en el mercado español consideran el criterio en términos de tasa.

Naturalmente, la negociación de la base neta de un futuro exige intervenir en varios mercados: el de contado, el de instrumentos derivados de la deuda y el mercado monetario. Para formular apuestas sobre este precio relativo deuda-futuro, resulta particularmente importante que las compraventas de distinto signo, que deben tener lugar en los dos primeros, se realicen simultáneamente. En este sentido, el principal puente entre ambos mercados lo aportan en España los *brokers*, debido a su capacidad de intermediar en la contratación de ambos tipos de instrumentos, sin perjuicio de que la «pata» de futuro de esa operación se acabe registrando en Meff Renta Fija, por medio de una aplicación tipo «H». Este procedimiento no difiere, en lo esencial, de lo que sucede en otros mercados de instrumentos derivados, como Liffe, donde existe un entorno específico para la negociación de la componente del futuro de una operación de base. La magnitud y comportamiento que en nuestro mercado ha tenido la base neta (véase gráfico IV.4) evidencian la eficiencia de su funcionamiento.

En cualquier caso, el arbitraje de la base constituye la clave para la utilidad de los contratos de futuro como instrumentos de cobertura. Cuando funciona con fluidez, la expresión [I] relaciona estrechamente el precio ex-cupón del entregable más barato con la cotización del futuro, las dos variables cuya variabilidad mejor expresa el riesgo de mercado. En efecto, en esas condiciones, la base neta, los costes de financiación y los ingresos por intereses tienen un comportamiento mucho menos incierto que los de los dos restantes términos. Entonces, las pérdidas o ganancias de capital a que da lugar la tenencia del entregable más barato, cuando se altera la rentabilidad exigida en el mercado, se reflejan en un cambio proporcional en la cotización del futuro que responde al factor de conversión. De esta forma, una posición larga en el bono y corta en el futuro, de acuerdo con una *ratio* de cobertura $1:1/f$, permite compensar, aproximadamente, las posibles ganancias de capital en la primera con las pérdidas en la segunda. No obstante, conviene observar que, en los momentos en que la evolución de los precios relativos de los bonos de la cesta presagia un cambio en el entregable más barato, la variabilidad de la base neta del entregable más barato puede no ser despreciable, causando que la *ratio* de cobertura correcta se sitúe entre las que corresponderían a los diferentes candidatos a entregables. Habitualmente, la *ratio* que determina el entregable más barato se emplea también en la cobertura de otras referencias de la cesta o ajenas a ellas. Naturalmente, este proceder lleva aparejado el riesgo de que la base del bono en cuestión tenga una variabilidad importante si la curva de rentabilidades no se desplaza en paralelo. En definitiva, es este el riesgo de base que sirvió para justificar, en el apartado IV.5.2.2, la necesidad de contratos de futuro que cubran todo el espectro de plazos de la curva y el que también exige, para cobertura de bonos pertenecientes al mismo tramo que el entregable, tener en cuenta cómo se altera la pendiente de ese segmento cuando cambia el precio del futuro.

BASE NETA Y REPO IMPLÍCITO
Futuro a diez años



Fuente: Meff Renta Fija y elaboración propia.

Finalmente, conviene aprovechar la relación entre las cotizaciones de contado y futuro, que define la expresión [I], para evidenciar la estrecha sustituibilidad entre dos vencimientos diferentes de un mismo tipo de contrato. Si el papel de entregable más barato en ambos lo desempeña la misma referencia, la diferencia más importante entre esos dos contratos estriba en los distintos costes de financiación a los que responden. De esta forma, el precio relativo de dos vencimientos consecutivos no puede ser ajeno a la evolución de los mercados monetarios, como se describe en el apartado IV.5.5. Igualmente, si el entregable no es el mismo en ambos casos o si la posibilidad de que sean diferentes resulta apreciable, la cotización relativa de contratos consecutivos también debe responder a la pendiente que muestra la curva que definen los bonos pertenecientes a la cesta y, muy especialmente, a la medida en que esta cambia cuando cambia el nivel.

IV.5.4. El vencimiento

Como se deduce del apartado anterior, el anclaje del mercado de futuro en el mercado de contado tiene como referencia central el procedi-

miento por el que se extinguen las posiciones que siguen vivas en el primero, una vez se ha llegado al momento límite en el que el contrato en cuestión desaparece. Hasta que se alcanza el vencimiento, la perspectiva de los resultados económicos a que puede dar lugar la liquidación de las posiciones que todavía se mantengan abiertas en tal momento anima el arbitraje entre el futuro y el contado. De esta forma, el diseño de esta liquidación final se convierte en un elemento importante para asegurar la adecuada vinculación entre futuro y contado.

En Meff Renta Fija, la liquidación al vencimiento de los futuros sobre deuda responde a dos características principales que conviene destacar. En primer lugar, al igual que sucede en la mayor parte de mercados de instrumentos derivados, la cancelación de los contratos que permanecen abiertos en esa fecha viene precedida de un intercambio, entre compradores y vendedores, de deuda por efectivo. Expresándolo de otra manera, la liquidación final se realiza mediante entrega física del subyacente, frente a la alternativa teórica consistente en una liquidación por diferencias (38). En segundo lugar, en Meff Renta Fija el vencimiento se desarrolla con un mayor grado de certidumbre que en otros mercados del mismo tipo.

El hecho de que los contratos se liquiden mediante entrega alivia los riesgos que puede suponer la manipulación del subyacente, frente a aquellos en los que la liquidación se desarrolla por diferencias (39). Entre las razones para la mayor certeza con la que se desarrolla la liquidación final en Meff Renta Fija, destaca el que la fecha y hora en que tiene lugar el vencimiento de los contratos están claramente recogidas en sus correspondientes condiciones. Estas, siguiendo una tradición muy extendida, determinan que el vencimiento de los futuros sobre el bono nocial a diez y a cinco años tiene lugar el tercer miércoles de los meses de marzo, junio, septiembre o diciembre, que identifican al contrato en cuestión. Pero, además, en Meff la negociación de los mismos concluye dos días hábiles antes de la fecha mencionada. Este aspecto difiere del que corresponde a otros importantes mercados de futuros —como el Chicago

(38) En una liquidación por diferencias no hay intercambio de subyacente por efectivo entre las partes. La extinción del contrato concluye con un movimiento de efectivo que responde a la diferencia entre la cotización al cierre de los bonos de la cesta y del futuro, corregida esta última por los respectivos factores de conversión. Un procedimiento como este es el habitualmente empleado en todos los mercados de instrumentos derivados sobre depósitos interbancarios. Sin embargo, su empleo en los futuros sobre deuda suele verse restringido a mercados donde la cesta está constituida por un único título (mercados a plazo con liquidación diaria) y, por tanto, la determinación de los precios de liquidación es más sencilla. Por ejemplo, este era el caso, hasta 1996, del mercado de futuros en Dinamarca.

(39) Aunque la liquidación por diferencias cuenta con numerosas ventajas (facilita la convergencia entre contado y futuro, y reduce los costes de arbitraje), cuando el índice en el que se apoya no es fiable o cuando es susceptible de ser manipulado, la liquidación con entrega puede ser superior.

Board of Trade, por ejemplo—, donde el tercer miércoles de los meses de vencimiento no representa el momento efectivo en que tiene lugar la entrega de valores contra efectivo, junto con la simultánea cancelación de las posiciones abiertas en futuro, sino que tan solo significa la fecha límite para que quienes mantienen posiciones vendedoras notifiquen la decisión que deben tomar en cuanto a la entrega. Así, en el Chicago Board of Trade el vendedor de futuro tiene la opción de liquidar su posición con entrega cualquier día del mes de vencimiento, con la mencionada fecha tope para su comunicación. El efecto conjunto de esta opción temporal, de la opción de calidad y de otros derechos que favorecen al vendedor en ese mercado hace de la liquidación al vencimiento un proceso más inseguro que el de Meff Renta Fija.

Desde un punto de vista institucional, en nuestro mercado la entrega es iniciada por el miembro liquidador de la parte vendedora al cierre del último día de negociación, mediante una comunicación que debe enviar a la Cámara. En esta notificación, el miembro detalla cuáles son las referencias de deuda con las que desea liquidar las posiciones abiertas vendedoras de cada uno de los titulares en su cuenta. Una vez Meff Renta Fija dispone de esta información (40), asigna los valores disponibles para la entrega según un procedimiento de gestión de colas FIFO: las posiciones vendedoras y compradoras se van casando por orden de antigüedad (41), determinándose el efectivo que corresponde a cada entrega según el sistema de precios al vencimiento descrito en el apartado IV.5.2.4. Tras esto, el movimiento de valores y de efectivo que debe tener lugar es objeto de notificación el siguiente día hábil, por parte de la Cámara, al Banco de España, al miembro liquidador correspondiente, a su entidad domiciliataria y a la de Meff Renta Fija. Mediante esa comunicación, la domiciliataria de Meff Renta Fija queda informada de las transacciones que debe realizar con las correspondientes a los miembros liquidadores, con fecha-valor el día del vencimiento, por el neto de los valores y efectivo correspondiente a todos los miembros liquidadores representados por una misma entidad domiciliataria. Finalmente, el día del vencimiento se hacen efectivas las anteriores transacciones, cuando se ejecutan en el STMD las comunicaciones que también se deben enviar el último día hábil.

Otro rasgo que confiere más certidumbre al desarrollo del vencimiento en Meff Renta Fija, en comparación con otros mercados, es el hecho de que los valores incluidos en la cesta de cada vencimiento se conoz-

(40) En caso de no haberse recibido en tiempo y forma, es Meff Renta Fija la que determina el valor que deben entregar los vendedores.

(41) Sin perjuicio de la uniformidad que introducen las compensaciones diarias, también se anota un número de operación que permite establecer un orden cronológico en las posiciones registradas correspondientes a distintos participantes.

can desde el inicio de su negociación. En efecto, los futuros sobre los bonos nacional a cinco, a diez y a treinta años contemplan como referencias susceptibles de ser incorporadas a la cesta de un determinado vencimiento todos los valores de deuda del Estado que, satisfaciendo las condiciones relativas a liquidez y plazo descritas en los apartados IV.5.2.3 y IV.5.2.4, no hayan sido emitidos después del mes en que ese vencimiento comienza a ser el más cercano. Esta disposición contrasta con la de otros mercados, como Liffe o Matif, donde la composición de la cesta correspondiente a un vencimiento es más incierta, porque pueden pasar a formar parte de la misma títulos emitidos hasta muy poco antes del vencimiento (hasta dos semanas antes en el caso de Liffe, un mes antes en el caso de Matif). Así pues, las subastas de deuda del Estado más relevantes para el funcionamiento de Meff, por su capacidad de introducir cambios sorpresivos en el valor relativo de los contratos de futuros, son las que tienen lugar en los meses de marzo, septiembre, junio y diciembre, particularmente si entonces se inicia la emisión de una nueva referencia.

Naturalmente, en esa menor incidencia del mercado primario sobre el mercado de futuros, para el caso español, también influye el mecanismo de tramos que sigue el Tesoro en la emisión de deuda pública. La liquidez de los valores entregables en circulación que asegura este procedimiento complica cualquier intento de manipular el mercado mediante un «arrinconamiento» del segmento de contado. En este sentido, conviene observar, además, que la resolución de un contrato se puede saldar con la entrega de cualquier referencia de la cesta, y no necesariamente una sola, como ha sucedido en ocasiones. De esta forma, también se dificulta cualquier manipulación.

IV.5.5. Actividad, tamaño y perfil de negociación

La evolución de la actividad en los futuros sobre deuda negociados en Meff Renta Fija se ha caracterizado por un espectacular crecimiento, concentrado en los contratos a diez años. El gráfico IV.1, que representa la contratación mensual de futuros a tres, a cinco y a diez años evidencia la absoluta preponderancia de estos últimos y el explosivo desarrollo de su negociación a partir de 1993.

En la segunda mitad de 1992, las intensas caídas de precios en el mercado de deuda anotada, como consecuencia de la negativa danesa a ratificar el Tratado de Maastricht en junio de ese año (véase gráfico IV.3), no se vieron inmediatamente reflejadas en un mayor recurso a los futuros a diez años como instrumento de cobertura, al coincidir con la carencia de liquidez que necesariamente afecta a los instrumentos recién introducidos, la inexperiencia y las elevadas comisiones. En efecto, como

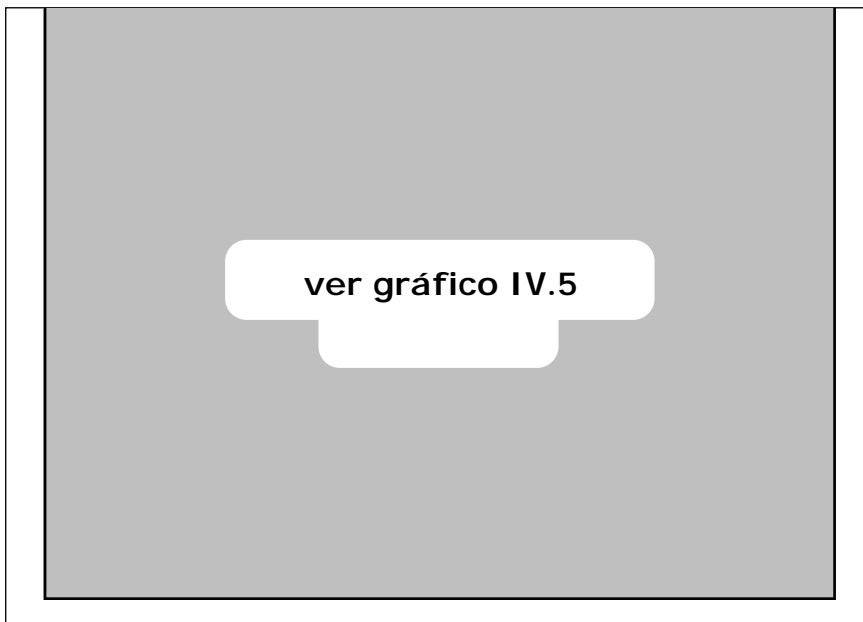
revela la evolución del interés abierto en futuros a diez años (véase gráfico IV.2), variable que expresa el valor nominal agregado de los contratos que están registrados en la Cámara (42), hubo que esperar a los comienzos de 1993 para que la tormenta monetaria elevara la demanda de instrumentos de cobertura, habida cuenta de las minusvalías a que había dado lugar.

A lo largo de 1993, el buen tono que siguieron los mercados y las importantes emisiones brutas de deuda sentaron las bases para el crecimiento en la utilización de futuros a diez años, tanto con fines de cobertura —lo que se manifestó en el continuado crecimiento del saldo de interés abierto— como de negociación, que tuvo reflejo en el progresivo ascenso que registraron las cifras de contratación. El incremento de tipos oficiales en Estados Unidos, en febrero de 1994, marcó el punto de inflexión en la anterior evolución. La corrección en precios a que dio lugar ese acontecimiento llegó a anular, a finales de año, las plusvalías del precedente. Aquel contexto bajista suponía la primera prueba sólida del papel estabilizador del mercado de futuros. La evolución del saldo de interés abierto en 1994 confirmaría esa función.

En efecto, durante la primera mitad del año el importe de los contratos vivos se mantuvo o fue en aumento, a pesar del movimiento adverso de las cotizaciones. Pero, además, la reducción en el interés abierto que se registró durante la segunda mitad del año también constituyó una demostración del papel que desempeñan los instrumentos derivados de la deuda. No es que se redujera entonces el riesgo de nuevas minusvalías y que, por tanto, dejara de ser necesaria la cobertura de las carteras de deuda, sino que comenzó a estar disponible otro mecanismo con efectos similares, aunque de naturaleza contable.

Las fuertes pérdidas que las entidades de crédito habían registrado, por operaciones financieras en renta fija, impulsaron una reforma de la normativa de contabilización de carteras que abrió las puertas a una suavización del impacto en resultados de las posibles minusvalías mediante su periodificación. Con esta alternativa, acogida favorablemente en el mercado, las carteras de negociación redujeron su importe y, con ellas, la necesidad de los futuros sobre deuda como instrumento de cobertura. A partir de entonces, el tamaño del mercado se iba a resentir. En 1995, el nivel medio mensual de interés abierto solo alcanzaba a ser un 60 % del que existía con anterioridad a esa reforma contable, y la *ratio* interés

(42) Se debe observar que los datos reflejados en el gráfico IV.5 están afectados de un cambio estadístico. Hasta 1995, Meff publicaba las posiciones abiertas en términos brutos. Es decir, sin proceder a compensar posiciones englobadas dentro de la de un mismo miembro liquidador. Sin embargo, a partir de esa fecha procedió a presentar los datos en términos netos. No obstante, en los datos del gráfico IV.5 la discontinuidad en el criterio estadístico se sitúa en marzo de 1996.

INTERÉS ABIERTO
Miles de contratos

Fuente: Meff Renta Fija.

abierto/saldo vivo de deuda pública, a finales de ese año, había pasado a ser del 2,6 %, frente al 7 % que se alcanzó en la primera parte de 1994. La ligera recuperación del nivel del cociente anterior, en 1996, que finalizó el año en 3,2 %, estaba todavía lejos del valor que se había alcanzado dos años antes. Sin embargo, como se puede apreciar en el gráfico IV.1, la contratación del futuro sobre el bono a diez años no experimentó retroceso alguno tras esos acontecimientos. De esta forma, se puede decir que la cuota de participación de la actividad típica de negociantes (*trading*) ha aumentado en los últimos años, convirtiéndose en algunos momentos, y para ciertos agentes, en un medio más inmediato de tomar posiciones indirectas en la deuda pública española.

A lo largo de un año cualquiera, la actividad se desarrolla según un perfil que viene impuesto por el ciclo trimestral de vencimientos, como se puede apreciar en el gráfico IV.5. Para quienes han contratado futuros por motivo de cobertura, la fecha de vencimiento del contrato más próximo supone la cancelación automática de ese programa. Para superar este problema, los participantes cuentan con la posibilidad de negociar simultáneamente contratos referidos a distintos vencimientos. Pero, en la práctica, no es necesario recurrir a vencimientos que se adecuen al hori-

zonte de cobertura que se tiene para la deuda, porque, como se describió en la sección IV.5.3, los distintos vencimientos deben ser estrechamente sustitutivos. De hecho, como se puede apreciar en el gráfico IV.4, los vencimientos de futuros a diez años en los que se concentra la negociación son el más próximo y el siguiente.

En realidad, esto último suele ser únicamente cierto cuando se aproxima la fecha de vencimiento del primero, lo cual es un reflejo de que, con objeto de prorrogar sus coberturas, los agentes deben vender los contratos que mantenían del vencimiento más próximo y comprar los que corresponda del siguiente. Esta práctica, que se conoce como *rollover*, explica la disminución en el interés abierto del primero y el incremento en el del segundo que acompaña a la aproximación a una fecha de vencimiento. En definitiva, con este proceder se puede conjugar la siempre apreciada concentración de liquidez y la continuidad de las coberturas, ya que, mientras estas se instrumentan mayoritariamente mediante el vencimiento más próximo, el siguiente es escasamente negociado, pero, una vez se empiezan a trasvasar posiciones a este último, solo quienes desean la liquidación con entrega continúan manteniendo sus tenencias en el primero. Naturalmente, el momento en que comienza a tomar fuerza el trasvase de posiciones que caracteriza al *rollover* depende del precio relativo de los vencimientos consecutivos.

De hecho, Meff Renta Fija dispone de un procedimiento especial para negociar ese diferencial de precios (43), lo que revela la importancia que se otorga a que se forme con la máxima transparencia. Desde un punto de vista teórico, la referencia clave para el valor que debe tomar ese diferencial de precios y, por tanto, para la realización del *rollover* la aporta el tipo de interés que implícitamente se cotiza en los contratos Mibor 90 Plus. No es extraño que así sea, si se tiene en cuenta que una compra del contrato más próximo y una venta simultánea del siguiente vienen a suponer, si se mantienen hasta sus respectivas fechas de vencimiento, la recepción del entregable en el primero y su entrega en el segundo. Naturalmente, el diferencial de precios al que se

(43) No obstante, conviene subrayar que la negociación del *rollover* no supone la introducción de nuevos contratos. Técnicamente, tan solo equivale a la posibilidad de introducir fácilmente una orden combinada sobre dos vencimientos consecutivos por la que se ordena la compra en uno y la venta en otro. De esta forma, el sistema de negociación del *rollover* se limita a disgregar esa orden combinada en las dos órdenes simples e independientes que la componen y a introducir las en sus respectivas colas. Dado que la cotización del *rollover* se efectúa en términos de una diferencia de precios (para su compra, el del último vencimiento menos el del más próximo sobre una base de 1.000), los precios que corresponden a las dos órdenes simples en que se descompone no quedan determinados por esa instrucción. El sistema se apoya en las cotizaciones de órdenes reales para cada uno de esos vencimientos. Así, como resultado de cruzar la cotización de una orden de *rollover* (diferencial de precios) con la cotización real para un vencimiento (nivel de precios) resulta una orden calculada para el otro, que se introduce en su cola de ejecución.

realiza esa compra y venta simultáneas debe atender al tipo *repo* de financiación del título, desde la primera fecha hasta la del más distante. De lo contrario, la rentabilidad obtenida por esa doble compraventa (*repo* implícito del *rollover*) no cubrirá los costes de financiación. Pero la única referencia de mercado en relación con estos últimos, en el momento de realizar la doble transacción, es el tipo de interés para los depósitos a tres meses implícito en el contrato Mibor 90 Plus más próximo. Así pues, el tipo *repo* implícito en el *rollover* se debe alinear con el anterior. En Meff Renta Fija, este diferencial *depo-repo* se ha situado, en media histórica, en torno a los 60-80 puntos básicos (pb), comenzando su negociación alrededor de un mes y medio antes del vencimiento del contrato más cercano.

Sin embargo, conviene apuntar que este diferencial es susceptible de repuntes importantes cuando adquiere valor la opción de entrega que favorece a los vendedores de futuros, descrita en el apartado IV.5.3. Cuando eso sucede, lo hace con más intensidad en el caso del vencimiento más lejano, dado el mayor período que este último contiene para que el derecho se salde con algún resultado favorable. De esta forma, su cotización cae más que la del más próximo, lo que contrae la cotización del *rollover* y, por tanto, amplía el diferencial *depo-repo*. Así, por ejemplo, cuando la obligación 10,15 % se incluyó en la cesta del vencimiento de diciembre de 1995, desempeñando la condición de entregable más barato, el diferencial *depo-repo* del *rollover* septiembre sobre diciembre se amplió hasta los 160 pb, al no ser entregable en el primer vencimiento.

De acuerdo con lo expresado en los párrafos anteriores, el volumen de posiciones que se liquidan con entrega al vencimiento depende, entre otras cosas, de la medida en que el interés abierto en un contrato haya obedecido a razones de cobertura. Aunque esta relación no resulta muy estable ni es de fácil cuantificación, puede servir de referencia que, en la resolución de los distintos vencimientos del futuro sobre el bono notional a diez años, el volumen entregado ha estado comprendido entre el 12 % y el 40 % del máximo volumen abierto registrado en el contrato.

IV.6. Opciones sobre deuda

IV.6.1. Introducción

La importancia que se atribuyó, en el apartado IV.2, a disponer de contratos de plazo y de futuro, se basó en un argumento cuyo contenido es de naturaleza fundamentalmente estática, ya que lo que realmente facilitan esos instrumentos es la adopción de posiciones en deuda a vencimiento, manteniendo el control del riesgo de mercado a que estas últi-

mas dan lugar. Sin embargo, en la práctica la compraventa de deuda es un proceso dinámico que obedece a estrategias que atienden a la evolución histórica y esperada de las cotizaciones. Aun cuando los contratos de plazo y de futuro necesariamente simplifican la instrumentación de estas estrategias dinámicas —por cuanto simplifican y reducen los costes de ese encadenamiento de transacciones—, la consecución de objetivos de rentabilidad-riesgo personalizados por medio de una secuencia de compraventas suele esconder dificultades. En este sentido, las opciones pueden constituir un mecanismo alternativo para su instrumentación, que evita intervenir diariamente en el mercado.

Así, una opción de compra o *call* concede el derecho a adquirir el activo subyacente, en el momento en que la opción se puede ejercitar, al precio que se ha acordado con anterioridad. Análogamente, una opción de venta o *put* otorga el derecho a vender el activo subyacente en las fechas y al precio que se hubieran acordado al contratarla. Con el fin de hacer más patente la relación que existe entre estos nuevos instrumentos y las estrategias dinámicas de compraventa, conviene observar que una tenencia de deuda y la compra de una opción de venta sobre la misma constituyen una alternativa estática a la estrategia dinámica que intenta establecer un «suelo» al precio de realización de ese activo, vendiéndolo cuando el precio de mercado se acerca a la baja a ese nivel y recomprándolo cuando se aleja al alza. Naturalmente, el precio de ejercicio de la opción deberá ser elegido adecuadamente. Asimismo, la adquisición de una opción de compra de deuda a un determinado precio de ejercicio permite sustituir la estrategia que seguiría un inversor que estuviese dispuesto —por sus particulares inclinaciones al riesgo— a incrementar su exposición a las evoluciones del mercado mientras le fuera reportando beneficios, financiando estos incrementos con cargo a recursos ajenos.

Atendiendo a consideraciones como las anteriores y a la experiencia de otros mercados de instrumentos derivados, la primera etapa de los mismos en España ya contempló la incorporación de opciones sobre deuda. En aquel primer momento, de acuerdo con lo descrito en el apartado IV.2, la negociación y la compensación de estos instrumentos correspondieron a OMIb. Sin embargo, aquella especialización inicial se quebró con el Real Decreto de 1991, regulador de los mercados de opciones y de futuros, pero su influencia ha dejado huella en algunos aspectos de la organización del mercado de opciones que finalmente emergería.

IV.6.2. Los contratos de opciones de Meff Renta Fija

En realidad, el subyacente a las opciones que Meff Renta Fija registra no es, estrictamente hablando, una referencia o una cesta de deuda.

Aunque este era el caso en el mercado OMIb, desde 1992 las opciones del mercado organizado español se refieren a futuros sobre deuda. De esta forma, la contratación de la primeras no solo permite instrumentar estrategias dinámicas sobre el comportamiento de la deuda —dado que los futuros replican el comportamiento de esta última—, sino que se ve beneficiada por algunas positivas propiedades de los futuros. En efecto, la negociación organizada de estos en el mismo entorno que las opciones facilita el arbitraje y la cobertura de los riesgos a que estas dan lugar. Además, el apalancamiento que caracteriza a los futuros también permite agilizar tanto las operaciones anteriores como la ejecución de los derechos que los nuevos contratos representan.

En Meff Renta Fija, las opciones sobre deuda pertenecen a tres grandes tipos: las que se refieren a los futuros a cinco y a treinta años, y las más importantes, las referidas a un futuro a diez años. Naturalmente, cada contrato de opción particular también se caracteriza, del mismo modo que sus subyacentes, por la fecha en la que vence. Finalmente, la identificación completa de un contrato de opción se alcanza cuando se especifica su precio de ejercicio. Consecuencia de esta multiplicidad de criterios de diferenciación entre opciones, la fungibilidad de las mismas es mucho más limitada que la que muestran los contratos de futuro, puesto que deben tener el mismo tipo de subyacente, el mismo vencimiento y pertenecer a la misma serie (tener el mismo precio de ejercicio).

Dado que el subyacente a los contratos de opciones es un futuro sobre deuda, los ciclos de vencimiento de estos últimos y de las primeras están coordinados. Así, correspondiendo al ciclo trimestral de vencimientos de los futuros, tienen lugar vencimientos de opciones los primeros miércoles de los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre. En Meff Renta Fija, como mínimo, se puede negociar una clase de opciones para cada uno de los vencimientos más próximos del conjunto anterior. Sin embargo, la mayor actividad la concentra siempre en el más cercano. Pero, además de los anteriores contratos trimestrales, también se pueden comprar y vender opciones sobre los futuros a diez y cinco años con un calendario de vencimientos mensual. En concreto, el primer miércoles de todos los meses que no pertenecen al ciclo trimestral expiran opciones cuyo subyacente es el siguiente vencimiento del futuro. Así, en enero y febrero vencen opciones cuyo subyacente es el futuro de marzo; en abril y mayo, opciones que tienen por subyacente el futuro de junio, y así sucesivamente. El inicio de la negociación de estos contratos comienza a partir de la expiración de la clase que vencía dos meses antes. De esta forma, los operadores en el mercado de opciones disponen en cualquier momento del año de opciones con vencimientos escalonados en el intervalo de uno, dos y tres meses. Con ello, se facilita la renovación (*rollover*)

de las coberturas de posiciones en deuda que emplean opciones trimestrales, así como la negociación de opciones OTC sobre deuda.

En todos los casos, el ejercicio responde a la modalidad americana. Por tanto, la realización del derecho que otorga la posición compradora de una opción *call* o una *put* se puede realizar en cualquier momento de la vida de las mismas. Antes de la fecha de vencimiento, se debe comunicar a Meff Renta Fija. Sin embargo, cuando la opción expira, la Cámara dispone automáticamente la realización de los derechos que correspondan a sus tenedores, salvo para quienes comuniquen expresamente su intención de no ejercerlos. Naturalmente, la decisión de ejecutar una opción resulta de un análisis coste-beneficio en el que la variable crucial es la relación entre su precio de ejercicio y la cotización del contrato de futuro subyacente. Así, si en la fecha de vencimiento este último precio excede al primero, será óptimo ejecutar las opciones tipo *call*, con lo que sus tenedores pasarán a disponer, a partir del cierre de esa sesión, de una posición compradora en un futuro sobre deuda. Análogamente, para el caso de una opción tipo *put*, si al llegar el vencimiento la cotización del subyacente está por debajo de su precio de ejercicio, este tiene lugar automáticamente y se salda con la asignación de una posición vendedora de un futuro sobre deuda a quienes eran tenedores de ese derecho. En cada una de las dos anteriores situaciones, se dice que las opciones estaban *in the money*. La ejecución antes de llegar la fecha de vencimiento también se salda con posiciones de compra o venta de futuros, según el caso, a favor del titular del derecho. Sin embargo, la realización antes del vencimiento es relativamente infrecuente, porque, además de ser necesario satisfacer el criterio *in the money* por un margen más amplio, exige satisfacer comisiones a la Cámara, lo que no ocurre cuando se ejecuta automáticamente al vencimiento.

Naturalmente, a cada comprador de una opción que se ejecuta le debe corresponder un vendedor de un contrato similar, al que la Cámara asigna un contrato en el subyacente, de forma simétrica a lo que hace con el primero. Sin embargo, la selección de los vendedores de opciones que están obligados a asumir ese contrato se realiza por sorteo, debido a que el número de compradores del mismo contrato que deciden realizar su derecho no tiene que comprender necesariamente la totalidad.

IV.6.3. El mercado de las opciones sobre deuda

La semejanza entre la estructura del mercado de opciones actual y el que inicialmente introdujo OMIB resultaba inevitable si se atiende a las particulares exigencias que plantea la organización de un mercado para esos instrumentos. Aunque los argumentos vertidos en el apartado IV.3,

sobre la conveniencia de un marco organizado para tomar y liquidar posiciones a plazo siguen siendo también válidos en el ámbito de las opciones, la ordenación de la negociación de estos instrumentos se ve sujeta a dificultades por la imposibilidad de disponer, para esta clase de productos derivados, de las ventajas que resultan de la fungibilidad que caracteriza a los contratos de futuro. Naturalmente, el origen de esta limitación reside en la necesidad de que la serie de opciones negociables —para las que el elemento diferenciador es el precio de ejercicio— abarque un rango de esta última variable tan extenso como el de los precios a los que los agentes del mercado desean realizar compras o ventas contingentes, lo que depende, a su vez, del nivel al que cotiza el subyacente. Únicamente las opciones de un mismo tipo, serie y precio de ejercicio pueden ser fungibles. De esta forma, la ineludible diferenciación de las opciones, tanto si pertenecen a una misma serie como si son de diferentes, tiende a dispersar la liquidez disponible en el mercado para la inversión en estos instrumentos, lo que acaba afectando al modo como se acaba organizando su negociación.

Pero hay otro rasgo específico a estos contratos que también influye en la forma en que se realiza su contratación. Si la compraventa simple de una opción ya permite, por sí sola, plantear posiciones con resultados contingentes a la evolución del subyacente, la combinación de compraventas de varias opciones se valora, en la práctica, como una operativa de gran utilidad, porque amplía el abanico de estrategias que se pueden adoptar.

Como resultado de la coexistencia de múltiples opciones no fungibles y del interés que suscita la adopción de posiciones combinadas, la organización de la negociación de los contratos de opciones sobre deuda es, ya desde su fase inicial, diferente a la que se ha descrito, en el apartado IV.4.2, para los futuros. Frente a la negociación electrónica que se adoptó en la antigua MEFFSA, OM Ib se configuró con dos entornos alternativos de negociación: uno telefónico y otro electrónico. La primacía que alcanzó el primer sistema encuentra su explicación en la dificultad a que se enfrentan los sistemas electrónicos para difundir continuamente información sobre el estado de demanda y oferta (44) de las múltiples opciones negociables, así como en la menor flexibilidad de los sistemas electrónicos de case de órdenes para instrumentar operaciones combinadas de múltiples contratos.

El mecanismo telefónico de OM Ib —que continúa siendo actualmente el método más empleado en la negociación de opciones, aunque en otro

(44) Particularmente en lo que respecta a la cotización, dado que la de una opción depende de la de su subyacente. Así, la actualización de las ofertas de compra o venta de opciones debería ser tan frecuente como los cambios en el precio de este último.

marco institucional— permite soslayar la rigidez impuesta por los formatos electrónicos, al dejar las tareas de cotización y búsqueda de contrapartida a intermediarios especializados. La diferencia institucional con la estructura actual se concreta en que, en el sistema que OMI dispuso, la intermediación era una iniciativa de la propia institución, mientras que en la actualidad son las sociedades de mediación las que predominantemente desarrollan esta actividad (45). El resultado es, en todo caso, parecido: una mayor facilidad para realizar operaciones complejas que entremezclan compraventas de una o varias opciones y futuros (46).

Un elemento en el que se basa la mayor versatilidad de que goza el sistema de negociación a través de intermediarios es la forma en que en el mismo se cotizan las opciones. En vez de presentar ofertas o demandas en términos de las primas correspondientes, que dependen de la cotización del subyacente y de los tipos de interés del mercado monetario utilizados en el descuento, la compraventa de una opción vía *broker* se cotiza en términos de la volatilidad del contrato de futuro subyacente a la que cabría enfrentarse si, en vez de la opción, se siguiese la estrategia dinámica que le corresponde. El acuerdo sobre la cotización del subyacente y el tipo monetario, que también son necesarios para la determinación del importe efectivo que corresponde a la compraventa de la opción, se posterga hasta que se ha alcanzado en lo referente a la volatilidad. En el trasfondo, la viabilidad de este sistema descansa en el convenio que se utiliza en el mercado para convertir la volatilidad (σ) que se cotiza, el precio del subyacente (F), el de ejercicio (E) y el tipo monetario (r) para el período (t) que resta hasta la fecha de vencimiento, en la prima de una *call* (C) o de una *put* (P). Este procedimiento generalmente aceptado es la fórmula Black-Scholes 76:

$$C = F \exp(-rt) N(D) - E \exp(-rt) N(D - \sqrt{t})$$

$$P = -F \exp(-rt) N(-D) + E \exp(-rt) N(\sqrt{t} - D)$$

$$\text{donde } D = \frac{\ln\left(\frac{F}{E}\right) + \frac{\sigma^2 t}{2}}{\sigma \sqrt{t}}$$

A pesar de la impresión a que puede dar lugar la fórmula anterior, la volatilidad implícita que se cotiza en general no es ni constante ni idéntica

(45) En torno al 75 % de la operativa en el mercado de opciones sobre el bono nacional a diez años se concentra en operaciones intermediadas por *brokers*.

(46) Entre las más habituales están las compras de opciones cubiertas de delta, compraventas de *straddles*, *strangles*, mariposas o *risk reversals*, cada una de las cuales define un tipo de expectativa sobre la evolución del subyacente hasta el momento en que expire la opción.

para las distintas opciones (47). Sin embargo, la referencia de base común a todas ellas la aporta la volatilidad implícita a las opciones *at the money*, ya que estas, al ser su precio de ejercicio cercano a la cotización del subyacente, atraen el máximo interés a la hora de formular posiciones contingentes. Para el resto de las opciones, ya sean *in the money* o *out of the money*, la volatilidad implícita a la que se cruzan se forma en términos de un diferencial de volatilidad que se añade o resta a la de las opciones *at the money*, lo que expresa una prima o descuento relativo con que se valora su diferente liquidez, demanda relativa y atractivo. Así, por ejemplo, a lo largo de la primera mitad de 1997 esos diferenciales han mantenido una relación negativa con el grado *in the money* (48) que tenían las opciones, cotizándose cada punto porcentual de diferencia en esa condición, en promedio, en 50 pb de volatilidad implícita. No obstante, hasta 1996 Meff Renta Fija no ha necesitado tener esta curva de volatilidades en consideración para su correcta operativa. Ni lo requería el procedimiento que se sigue en la compensación de opciones (véase siguiente apartado), ni resultaba sencillo hacerse con tal información, dado que su contratación tiene lugar mayoritariamente fuera de sus sistemas de negociación. Sin embargo, a partir de finales de ese año Meff Renta Fija ha organizado el llamado Club de Volatilidad, en el que una serie de entidades activas en el mercado de opciones sobre deuda cotizan informalmente una curva de volatilidades implícitas al final de la sesión.

IV.6.4. La compensación de opciones

Como caso particular de lo mencionado en el apartado IV.3, la contratación de opciones también se vería afectada por el riesgo de incumplimiento de la contraparte si no se asegurase el buen fin de esas transacciones. Con esta finalidad, la Cámara de Compensación de Meff Renta Fija se interpone entre los contratantes de las opciones admitidas en esa institución y gestiona el riesgo de contrapartida al que dan lugar. Conviene observar que, desde un punto de vista institucional, no se puede diferenciar entre una Cámara para opciones y otra para futuros, como podría deducirse de esta descripción separada de sus funciones. No podía ser de otro modo, al carecer la misma Cámara de Compensación de personalidad jurídica independiente. Pero tampoco el Reglamento de Meff Renta Fija crea compartimentos estancos en la gestión del riesgo

(47) Aunque esto contradice los supuestos bajo los que se deriva la fórmula de Black Scholes 76, su papel como convenio para calcular el valor en efectivo resta incidencia a esta contradicción.

(48) El grado en que una opción está *in the money* resulta de considerar el porcentaje en que la cotización del subyacente excede a su precio de ejercicio. Naturalmente, cuando este valor es negativo la opción está *out of the money*.

de contraparte debido a posiciones en futuros, por un lado, y en opciones, por otro. Ambos se abordan conjuntamente mediante el enfoque de cartera que se describe en el apéndice IV.A.

Pero, desde un punto de vista operativo, la compensación de opciones difiere notablemente de la correspondiente a los futuros. Las diferencias se hacen ya patentes en la fase de registro. El hecho de que la mayor parte de la contratación de opciones tenga lugar fuera del área de mercado de Meff Renta Fija concede especial importancia a la comunicación que deben efectuar las partes contratantes —en todo caso, miembros del mercado— al área de compensación. En la práctica, la comunicación corre a cargo del *broker* que ha mediado en la compraventa por cuenta de los dos miembros del mercado que han intervenido (49). Tras la misma, y previa conformidad de la Cámara, se registran (transitoriamente, en cuentas diarias) las posiciones de cada parte frente a Meff Renta Fija, lo que pone en marcha los procedimientos contemplados en la gestión del riesgo de contraparte asumido en el registro.

Aunque de lo dicho hasta el momento se puede deducir que la deslocalización de la negociación de opciones no menoscaba la calidad de la gestión que la Cámara lleva a cabo, la disponibilidad de información sobre las condiciones de oferta y demanda en el mercado de opciones se ve considerablemente mermada, en comparación con el mercado de futuros. La obligación que tienen las partes, establecida por circular, de comunicar estas compraventas a cambio convenido (operaciones H) no más de cinco minutos después de efectuarse, carece de escaso valor práctico, puesto que nada impide que no se satisfaga ese plazo. Este problema se ve magnificado por el hecho de que la comunicación no informa del valor del subyacente o de los tipos monetarios con que se ha calculado la única cotización que efectivamente se comunica, la prima de la opción. Tan solo para el registro de los futuros que forman parte de posiciones en opciones «cubiertas de delta» realizadas fuera de mercado (operaciones tipo D), se contempla una verificación de los datos aportados o solicitud de información complementaria (volatilidad implícita, hora del acuerdo, etc.).

Este problema de información tendría una incidencia muy perjudicial en la calidad de la gestión del riesgo de contraparte, a que las opciones dan lugar, si esa respondiese al mismo esquema que el descrito, en el apartado IV.4.2, para los futuros. La liquidación diaria en efectivo al final de la sesión con que se resuelve, en el caso de los futuros, el riesgo de contraparte corriente entre Cámara y miembros liquidadores encontraría

(49) Conviene observar que los intermediarios más importantes en el mercado español (All Trading Brokers, CM Capital Markets y CIMD, entre otros) tienen el rango de miembros de Meff Renta Fija, aunque no en la condición de liquidadores.

dificultades, debido a la falta de referencias para determinar un precio de liquidación diario para cualquier opción registrada, incluidas aquellas que no se han negociado en la sesión, como suele suceder con las que tienen un precio de ejercicio muy alejado del nivel vigente en el mercado. Por ello, Meff Renta Fija —siguiendo un esquema extendido en la mayor parte de los mercados internacionales de opciones (50)— gestiona el riesgo de contraparte asumido por posiciones en opciones, sustituyendo las liquidaciones diarias por un ajuste diario de las garantías iniciales.

El funcionamiento de este esquema de compensación basado en las garantías es el siguiente. El sistema reconoce que, una vez pagada la prima de la opción, un comprador no plantea a la Cámara riesgo de contraparte alguno, debido a que únicamente mantiene derechos frente a la misma. Por ello, la tenencia aislada de una opción no da lugar a la exigencia de afianzamiento. Al contrario, combinada con otras posiciones, constituye un primer nivel de garantías para la Cámara. Por contra, el vendedor de una opción mantiene, durante toda la vida de la misma, una obligación potencial frente a la Cámara que puede llegar a ser efectiva en la fecha de ejercicio. Para afianzar este riesgo de crédito que la Cámara asume frente a los vendedores de opciones, se les exige la constitución de las correspondientes garantías iniciales, en una cuantía igual a la suma de la prima que han ingresado en el momento de su venta y del valor estimado para su variación durante la siguiente sesión, debido a cambios en la cotización de la volatilidad implícita y del subyacente. Posteriormente, la garantía se va ajustando diariamente, en línea con el cambio de valor de la opción, a diferencia de lo que sucede con los contratos de futuro. Sin embargo, el valor de mercado de todas las opciones registradas no siempre es observable. Por ello, el procedimiento de determinación de garantías descansa en un precio calculado, según la fórmula de Black Scholes, teniendo en cuenta el nivel del subyacente al cierre y la volatilidad implícita que cotizan (sin compromiso) para las series *at the money* un grupo de entidades.

A pesar de la artificialidad de este procedimiento, resulta más tolerable en este esquema de compensación basado en garantías, ya que el impacto que tendría el fallido de un miembro liquidador que mantuviese una posición deudora frente a la Cámara sería inferior al que cabría esperar si se siguiese un método de compensación basado en liquidaciones diarias de la prima, análogo al que corresponde a los futuros. En efecto, la erraticidad de las cotizaciones saldadas mediante movimientos de efectivo finales es irreversible, lo que no ocurre cuando el ajuste tiene lugar en la garantía. Además, el sistema de compensación que se sigue

(50) No en todos, como Liffe, donde el riesgo de contraparte corriente se resuelve por liquidación diaria de efectivo y no hay desembolso inicial de prima.

NEGOCIACIÓN E INTERÉS ABIERTO EN OPCIONES
En miles de contratos



Fuente: Meff Renta Fija.

en las opciones reduce la vulnerabilidad de la Cámara a presiones de liquidez. La razón es que, bajo este sistema, los movimientos de efectivo diarios deben ser inferiores a los que corresponderían a uno en que no se saldasen inicialmente los importes correspondientes a las primas de las opciones contratadas, ya que se tendrán que ir liquidando posteriormente con la intervención adicional del comprador.

IV.6.5. Actividad y tamaño

El superior grado de sofisticación de las opciones, en comparación con los futuros, y su condición de instrumentos derivados de estos últimos han tenido reflejo en el tamaño relativo de ambos mercados. Tras un largo período de arranque, en el curso del cual tuvieron lugar momentos de elevada volatilidad (la segunda mitad de 1992 y la primera de 1994, por ejemplo) que favorecieron la utilización de opciones, la consolidación llegó solo a partir de 1996 (véase gráfico IV.6). Sin embargo, la cuota de contratación en el mercado organizado de derivados de la deuda que alcanzaron las opciones ese año ascendió únicamente al 13 %. El tamaño del mercado, medido en términos del interés abierto en opcio-

VOLATILIDAD IMPLÍCITA Y COTIZACIÓN DEL FUTURO (a)



Fuente: Meff Renta Fija.

(a) La discontinuidad en la cotización del futuro en septiembre de 1997 se debió a la entrada en vigor del cambio en el tipo de interés del bono nacional.

nes, también remontó en 1996 la contracción que había experimentado el año anterior, hasta alcanzar de un modo sostenido niveles próximos a los máximos registrados en la primera mitad de 1994.

La evolución de las cotizaciones del mercado de opciones sobre la deuda a diez años, expresada en términos de la volatilidad implícita, se representa en el gráfico IV.7. En él puede apreciarse una definida tendencia de reducción en las volatilidades, impuesta por el tono predominantemente alcista del subyacente en el período. Este perfil general del comportamiento de las opciones refleja, en el conjunto del período, la asimetría con que han solido siempre reaccionar a las tendencias del subyacente. Así, por ejemplo, durante la crisis internacional de los mercados de bonos en la primera mitad de 1994, la volatilidad implícita alcanzó niveles superiores al 15, y, cuando se alcanzó cierta estabilidad en 1995, los repuntes en las volatilidades implícitas vinieron a coincidir con cesiones puntales del futuro. De esta forma, se puede decir que la volatilidad implícita en nuestro mercado ha supuesto cierta medida de la prima de riesgo diferencial que exigen los participantes de deuda en los momentos de tensión.

APÉNDICE IV.A

El método con el que Meff Renta Fija calcula el importe de las garantías diarias que debe aportar un participante en el mercado, conocido como Meffcom2, está basado en el algoritmo SPAN desarrollado por el Chicago Mercantile Exchange. Ambos procedimientos se pueden inscribir dentro de la filosofía general de los modelos VAR de evaluación de riesgo, ya que pretenden estimar una medida de las posibles pérdidas en que pudiera incurrir en una sesión un participante, que podrían llegar a afectar a Meff Renta Fija si no exigiese garantías.

Una característica de Meffcom2 que conviene subrayar es que representa un enfoque de cartera en la medición del riesgo. La esencia de este rasgo consiste en que, en la estimación del riesgo, se tiene en cuenta el que un mismo participante puede llegar a mantener, en su cartera de posiciones frente a Meff, contratos cuya contribución al mismo sea compensable. Es decir, el cómputo del riesgo de la posición total de un participante cualquiera, de acuerdo con Meffcom2, no es la suma del valor absoluto de las posibles pérdidas que pudiera ocasionar su tenencia en cada uno de los contratos que tiene frente a la Cámara, sino una suma semejante referida a las posibles pérdidas netas acumuladas en grupos de contratos (grupos de compensación), formados por aquellos para los que se reputa cierta correlación entre sus cotizaciones. De esta forma, se puede tener en cuenta el menor riesgo al que la Cámara se expone cuando un participante mantiene posiciones de distinto signo en instrumentos que pertenecen al mismo grupo de compensación, ya que, si en unos incurre en pérdidas, en los otros conseguirá probablemente beneficios. Desde un punto de vista económico, esta compensación en la estimación de las garantías diarias se sustenta en un sistema legal de afianzamiento recíproco (*cross margining*) entre instrumentos, por el que el respaldo de la Cámara frente a un participante, por su tenencia en un determinado contrato, está constituido no solo por el importe de los *repos* a un día que este último ha dispuesto a su favor, sino también por el valor de realización del resto de la cartera que mantiene frente a Meff.

En Meff Renta Fija, los instrumentos derivados de la deuda se distribuyen en dos grupos de compensación. Así, se consideran por separado los futuros u opciones referidos a la deuda a diez años, y los instrumentos derivados de la deuda a cinco años. Sin embargo, el sistema de evaluación del riesgo Meffcom2 también considera que existe cierta capacidad de compensación entre esos grupos para las posiciones constituidas por tenencias de signo contrario (diferenciales) de futuros de plazo diferente. Reflejo de este hecho es la menor magnitud de los depósitos de garantía que se exigen por posiciones diferenciales en comparación con los que corresponden a posiciones simples de la misma magnitud (véase

cuadro IV.1). Análogamente, Meffcom2 considera que dos vencimientos distintos de un mismo instrumento son compensables entre sí, aunque no perfectamente, por lo que la garantía efectiva que se debe aportar ante tales posiciones es también menor.

A la hora de determinar la exposición a cada una de las anteriores clases de riesgo, Meffcom2 descompone las tenencias totales de cada participante en subcarteras formadas por todos los contratos que pertenecen al mismo grupo de compensación, además de llevar la cuenta separada de sus posiciones diferenciales.

Tras esta distribución, Meff Renta Fija está en situación de obtener una estimación de la pérdida a la que podría tener que enfrentarse el titular por la totalidad de su cartera. Para ello, se plantea un conjunto de 11 escenarios sobre el cambio entre sesiones que cabe esperar en la cotización de los futuros, y dos sobre los cambios que cabe esperar en las volatilidades implícitas de las opciones. De esta forma, se define una «rejilla» de escenarios. Los referidos a los posibles cambios de cotización de los futuros a diez años abarcan un rango de 330 pb en torno al precio al cierre de la sesión (200 para los futuros a cinco años), con lo que quedan definidos escenarios para el nivel de precios en la siguiente. Análogamente, los correspondientes a las volatilidades implícitas abarcan el rango comprendido entre sendas desviaciones del 10 %, por encima y por debajo de la existente al final de la sesión, que también acaban definiendo niveles hipotéticos para la siguiente. La magnitud de estos intervalos no es arbitraria. Responde, fundamentalmente, a análisis históricos sobre cuál ha sido el cuartil del 99 % en la serie de cambios diarios en la cotización de los futuros. Por tanto, es una medida de movimientos extremos en las cotizaciones, desde un punto de vista histórico.

Con estos parámetros, Meff calcula la máxima pérdida de cada una de las subcarteras que mantiene un mismo titular (es decir, sus tenencias distribuidas por grupos de compensación), que tendría lugar en caso de que se realizase el peor de los escenarios contemplados (51). Además, dado que la garantía conjunta exigida por sendas posiciones de igual magnitud y diferente signo correspondientes a sendos vencimientos distintos de un mismo contrato es cero, cuando se aplica el procedimien-

(51) En realidad, la cifra sobre la que se calcula el máximo, para cada subcartera, no se puede calificar como una variable de resultados, porque mezcla diferentes conceptos. Por un lado, comprende las pérdidas a que puede dar lugar la siguiente sesión por tenencias de futuros de ese grupo de compensación y, por otro, el valor que alcanzarán las tenencias en opciones de la misma subcartera. Esta mezcla de variables flujo y saldo es reflejo del distinto sistema al que responde la compensación de futuros y opciones (véase apartado IV.6.4). Obsérvese que esa cifra máxima puede llegar a ser negativa, ya que, por ejemplo, quien ha adquirido una opción, necesariamente, mantiene un patrimonio frente a la Cámara cuyo valor es positivo, por lo que, desde una óptica en negativo debe registrarse con el signo cambiado.

to descrito, este se ve complementado con exigencias de garantías adicionales por las mismas. El mismo problema, referido ahora a posiciones diferenciales en futuros, se salda con otro suplemento en las garantías exigidas.

Naturalmente, si la cifra máxima que resulta de aplicar el procedimiento anterior es negativa, el riesgo de la Cámara es nulo y no se exige depósito de garantía alguno.

BIBLIOGRAFÍA

- LARRAGA, P. (ed.) (1995). *Los mercados españoles: opciones y futuros financieros*, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid.
- NÚÑEZ, S. (1991). «Los mercados derivados sobre deuda pública en España: marco institucional y funcionamiento», *Boletín económico*, Banco de España, marzo.
- MARTÍNEZ RESANO, J. R. (1997). *Los mercados de derivados y el euro*, Documento de Trabajo nº 9709, Banco de España.
- Reglamento y circulares de Meff Renta Fija.

V

EL SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA DE DEUDA DEL ESTADO

RAMÓN MIRAS MARTÍNEZ

V.1. Introducción

En capítulos anteriores se han tratado distintos aspectos del mercado español de deuda pública. En el dedicado al mercado primario, se muestra cómo el Estado emite deuda, normalmente subastándola entre diversos agentes que, según se vio en el capítulo dedicado al mercado secundario, la negocian posteriormente entre sí y con sus clientes, en un mercado formado por distintos ámbitos de negociación.

Se ha descrito, en fin, cómo el Estado emite deuda pública y de qué forma se pactan operaciones con esa deuda ya emitida. Este capítulo se centra en cómo son ejecutadas esas operaciones ya pactadas.

Antes de entrar en cómo se ejecutan las operaciones, se van a recordar brevemente las fases en que se suele dividir una compraventa en un mercado financiero, para así adquirir una visión en perspectiva que facilite situar el contenido de este capítulo en relación con el resto.

V.1.1. *Las fases de la compraventa*

La compraventa de un instrumento financiero se suele dividir, para su estudio, en cuatro fases, que cabe analizar de forma separada: cotización, contratación (o negociación), compensación y liquidación.

En la fase de *cotización*, oferentes y demandantes indican al resto del mercado, de modo firme u orientativo, los precios y las cantidades a que están dispuestos a operar. Este acto de cotizar precios y cantidades

puede adquirir muy distintas formas, según las características del mercado, en especial según sus características tecnológicas: desde los corros de las bolsas tradicionales, en que los agentes se reúnen físicamente para cotizar a viva voz, hasta las aplicaciones informáticas de los *brokers ciegos* del mercado de deuda pública, descritos en el capítulo III, en cuyas pantallas se concentran cotizaciones en firme de los *negociantes de deuda*.

Después de que, en la fase de cotización, los agentes han difundido en el mercado las condiciones en que están dispuestos a operar, en la fase de *contratación* se produce el acuerdo entre ambas partes. En ese momento quedan fijadas las obligaciones de cada una de ellas: en esencia, la entrega del instrumento financiero del vendedor al comprador y el pago del precio acordado de este al primero.

Lo visto en los capítulos dedicados a los mercados primario y secundario no ha abandonado los ámbitos de la cotización y la contratación. Este capítulo se centra en lo que ocurre a continuación: la ejecución de las operaciones contratadas a través de las otras dos fases de la compraventa.

Compensación y liquidación constituyen, pues, la ejecución propiamente dicha de la operación acordada, e implican, por tanto, el cambio de titularidad de los valores a favor del comprador y la transferencia de dinero a favor del vendedor.

En la fase de liquidación se produce ese flujo de los valores objeto de la compraventa y del dinero, en sentidos inversos. Antes de la liquidación puede haber, en algunos sistemas de pagos, una fase de compensación, en la que se netean los saldos de las cuentas a liquidar, en caso de que incluyan varias operaciones, para proceder luego a la liquidación de los saldos netos.

Las fases de compensación y liquidación están, por tanto, en el núcleo de este capítulo, por lo que se comentan a continuación con más detenimiento.

Cuando las dos partes han pactado una compraventa, lo único que queda pendiente es que la ejecuten, o sea, que intercambien el objeto de la misma (sea una mercancía, un activo financiero, etc.) por el precio acordado. Cuando se trata de una o de unas pocas operaciones entre dos partes, la intuición no vincula su ejecución con la llevanza de cuentas que haya que compensar y liquidar, sino con un intercambio físico. Sin embargo, las operaciones de que se trata aquí no son operaciones que se realicen esporádicamente: están enmarcadas por un mercado financiero organizado que permite a los participantes generar inmensos volúmenes de negociación.

En estos casos, suele haber un organismo rector a cuyo alrededor se organiza el mercado. Este organismo central mantiene, en ocasiones, para cada participante, cuentas tanto de efectivo, con la que liquidar los pagos, como de los valores que son objeto de negociación, siempre que esos activos financieros estén desmaterializados.

En efecto, los emisores tienden cada vez con más frecuencia a representar esos activos únicamente en apuntes contables a favor del comprador, y no en soportes físicos cuya transmisión entorpecería la fluidez propia de la operativa en esos mercados. El emisor de los títulos delega entonces la llevanza de esas cuentas de valores en el organismo rector del mercado.

De ese modo, la ejecución de una operación implica la anotación, por parte del organismo rector, de los asientos contables correspondientes: un cargo en la cuenta de valores del vendedor, un abono en la del comprador, y al contrario en las respectivas cuentas de efectivo.

En la práctica, lo normal es que las entidades financieras tengan cuentas de efectivo abiertas en el banco central, a través de las cuales este canaliza sus operaciones de política monetaria y regula el nivel de liquidez del sistema financiero. Son esas cuentas, en última instancia, las que se utilizan para la liquidación del lado de efectivo de las operaciones, a través de órdenes de cargo y abono del organismo rector, si este no es el propio banco central.

Evidentemente, para que el organismo rector pueda llevar a cabo esa tarea, las entidades participantes tienen que comunicarle las operaciones que acuerden. La comunicación de las operaciones se inserta así como un paso necesario entre la fase de contratación y la de compensación.

Tratándose de la concentración de un flujo ingente de información desde las entidades que operan en el mercado hacia el organismo rector, las características de la comunicación de las operaciones están estrechamente vinculadas con las posibilidades que ofrezca el entorno tecnológico.

Si, en un principio, las operaciones solían comunicarse al organismo rector por vía telefónica, la comunicación electrónica es cada vez más frecuente. En efecto, el desarrollo de la industria informática y de telecomunicaciones, y la creciente extensión de la conexión electrónica entre los sistemas informáticos de las entidades hacen de la interconexión electrónica del sistema financiero en su totalidad el horizonte inmediato, no solo para la comunicación de operaciones al organismo rector, sino, en general, para todo flujo de información implicado en el proceso (fase de cotización, distribución de información del organismo rector al mercado, etc.).

En el caso del mercado español de deuda pública anotada, las cuentas de valores son mantenidas por la Central de Anotaciones, servicio público gestionado por el Banco de España. El lado de efectivo de las operaciones se liquida en las cuentas de tesorería que las entidades tienen abiertas también en el Banco de España.

Así, la comunicación de las operaciones al organismo rector hace del Banco de España el foco donde se centraliza toda la información referente a la operativa en el mercado de deuda pública anotada.

El servicio habilitado por el Banco de España para recibir esas comunicaciones es el STMD. Las operaciones recibidas son asentadas el día de su fecha-valor (el día pactado por las partes para la ejecución de las operaciones) por el STMD en las cuentas de tesorería y, a través de la Central de Anotaciones, en las de valores.

El nombre del STMD remite a sus orígenes, en los que el sistema liquidaba operaciones del mercado monetario que le eran comunicadas telefónicamente. En la actualidad, como se ha dicho, liquida también las operaciones del mercado de deuda pública anotada (1).

Aunque los procedimientos de comunicación telefónica se mantienen como medio de conexión subsidiario y complementario, las operaciones son comunicadas al STMD por vía electrónica, desde los terminales de ordenador con que las entidades adheridas al servicio se conectan con el del Banco de España.

En resumen, una vez se han pactado las operaciones en los ámbitos de negociación descritas en capítulos anteriores, estas son comunicadas, a través de STMD, al Banco de España, donde se ejecutan tanto en su lado de efectivo, a través de las cuentas de tesorería de las entidades, como en el de valores, a través de cuentas de valores. Esto último solo es posible cuando los valores que se negocian están desmaterializados.

V.1.2. *La desmaterialización de los valores*

La ampliación de los mercados financieros ha ido convirtiendo al título-valor en un obstáculo para su ágil funcionamiento. La circulación física del título en cada compraventa implicaría el manejo material de ingentes

(1) Además, se pueden liquidar en el STMD las operaciones derivadas de otros mercados organizados, previa autorización del Banco de España. En concreto, se liquida en las cuentas tesoreras de las entidades el lado de efectivo de las operaciones provenientes del mercado continuo bursátil, las del mercado de la AIAF de renta fija privada, y las generadas por los mercados derivados de MEFF el día de vencimiento de los contratos, así como las del Mercado de Futuros sobre Cítricos y Mercaderías de Valencia.

masas de títulos que imposibilitaría el funcionamiento de un mercado ágil y eficiente.

De hecho, en la práctica, esa circulación física había ido quedando ya relegada en los mercados financieros, por la implantación de sistemas de gestión que se interponían entre el tenedor de los instrumentos y los títulos mismos, y que conceptualmente suponen un paso intermedio entre la movilización del título en cada operación y su desaparición y sustitución por apuntes contables.

Esa práctica se basaba en la movilización periódica de los valores. Dentro de ese período (por ejemplo, un mes), una entidad adherida al sistema realizaba operaciones para cuya liquidación no se movilizaban los títulos, sino que las operaciones se anotaban en unas cuentas provisionales. A final de mes, la entidad quedaba acreedora o deudora de títulos frente a las demás. Solo entonces se procedía al tráfico físico de los valores por el importe que cancelaba el saldo de esas cuentas. Así, los problemas administrativos y materiales derivados del manejo físico de los títulos quedaba confinado al final de cada período.

El caso extremo de que ese período tuviera una duración infinitesimal nos devuelve al sistema en el que el valor circula en cada operación. El caso contrario de que el período tenga duración infinita nos lleva a la inmovilización completa de los títulos, la representación de toda la operativa del mercado en asientos contables y la puesta en cuestión de la necesidad de la existencia física de los títulos.

Las posibilidades abiertas por los modernos sistemas informáticos en cuanto a rapidez y seguridad en el tratamiento masivo de la información han facilitado la desaparición del título-valor y su sustitución por registros informáticos.

Esta sustitución ha implicado también un cambio de enfoque jurídico.

La tradicional incorporación del derecho al documento ha dado paso a la consideración de que son los saldos contables inscritos en el registro correspondiente los que generan el derecho a favor de su titular.

La propiedad se identifica con la titularidad de una cuenta de valores. Ello no imposibilita acreditar documentalmente la legitimación para ejercer los derechos derivados de los valores anotados, pues el organismo rector puede expedir un certificado con ese fin. Sin embargo, ese documento no se erige, a su vez, en título-valor, pues, aunque acredita la legitimación a ejercer esos derechos, no los incorpora en sí, como el título-valor. La transmisión de los valores se tiene por realizada una vez efectuada la transferencia contable, teniendo dicha inscripción los mismos efectos que la tradición de los títulos físicos.

Otro efecto de la desmaterialización de los valores es la fungibilidad de las distintas porciones en que se pueda subdividir el saldo total anotado de un valor en particular. La tradicional numeración de los distintos títulos valores, que los hacía individualmente identificables, se hace innecesaria y desaparece.

La entidad encargada de los registros contables gestiona como un todo el saldo total en circulación de cada emisión. No le es necesario definir un criterio que permita una identificación particularizada de cada valor como si fueran títulos físicos, sino que se limita a controlar el fraccionamiento del saldo total entre los saldos de las cuentas abiertas por cada titular, y garantiza que en todo momento la suma de esos saldos equivalga al saldo total emitido de ese valor.

Así, la desmaterialización de los valores está en la base del sistema de anotaciones en cuenta y de los beneficios que este comporta.

Esos beneficios se derivan del mayor volumen de negociación que permite operar con títulos desmaterializados, frente a las trabas que supondría la movilización periódica de los títulos negociados. Un ejemplo de ello es la amplitud y profundidad que caracteriza al mercado de deuda anotada, que permite al sector público la obtención de importantes volúmenes de financiación mediante mecanismos de mercado y a costes razonables para el contribuyente (2). La existencia de un mercado secundario de deuda pública amplio posibilita también la instrumentación de una política monetaria basada en mecanismos de mercado, a través de intervenciones de mercado abierto. Finalmente, el sistema permitió la consolidación de un núcleo de entidades altamente profesionalizadas y competitivas, y el desarrollo y puesta en práctica de la tecnología de difusión electrónica de precios cuya generalización facilitó la modernización de otros mercados financieros.

V.1.3. Sistemas de compensación y liquidación

Las operaciones pactadas entre las partes en el ámbito de un mercado financiero organizado son, por tanto, ejecutadas a través de su asiento contable en sendas cuentas de dinero y de valores. La cuenta de dine-

(2) En 1986, ante la perspectiva de la inminente puesta en funcionamiento del sistema de anotaciones, las emisiones a medio y largo plazo del Estado ascendieron a 1.933 mm nominales, desde los 387 del año anterior. Desde entonces, esa cifra no ha vuelto a caer por debajo de 1.000 mm y superó los 7.700 en 1997.

La creciente confianza de los agentes en el funcionamiento del mercado secundario de deuda anotada se refleja en que el importe anual negociado en compraventas simples al contado con deuda a medio y largo plazo ascendió rápidamente desde los 401 mm nominales en 1987 hasta cerca de 300.000 en 1997.

ro se enmarca en el entorno de un sistema de liquidación de pagos. La cuenta de valores, en el de un sistema de liquidación de valores, o de anotaciones. En este epígrafe se van a caracterizar estos sistemas, que configuran, por tanto, el contexto en el que se encuadran las operaciones en un mercado financiero. En la segunda parte del capítulo se tratará, en particular, el SACDE.

V.1.3.1. Sistemas de pagos

El sistema de pagos de una economía es el conjunto de instituciones y otros convenios (instrumentos, procedimientos, etc.), que permiten la liquidación de pagos entre los agentes de esa economía. Esos pagos, como es obvio, constituyen la contrapartida de todas las transacciones (dejando aparte la posibilidad del trueque) que tienen lugar en dicha economía, de modo que el conjunto de los pagos se puede ver como el negativo, la otra cara, de la actividad económica, tanto real (pagos derivados de compraventas de bienes y servicios) como financiera (pagos derivados de préstamos, compraventas de activos financieros, etc.). Así, el funcionamiento adecuado y estable del sistema de pagos es condición necesaria para la buena marcha de un sistema económico moderno, tan caracterizado por la abundancia de transacciones con contrapartida fiduciaria.

La liquidez que circula entre los agentes económicos es suministrada, en última instancia, por el Banco de España, que, a través de las operaciones de política monetaria, concede a las entidades préstamos de efectivo, que ponen estas, a continuación, a disposición de sus clientes. Esos préstamos se instrumentan en anotaciones en las cuentas que las entidades mantienen abiertas en el banco central, llamadas cuentas de tesorería, que se gestionan en el STMD.

En esas cuentas, además del mencionado aporte de liquidez del banco central al sistema financiero, se asientan también operaciones que pactan entre sí las entidades, bien para redistribuir esa liquidez, bien como consecuencia de la liquidación del lado de efectivo de la operativa cruzada en otros mercados financieros. Esto conduce a otra acepción, más restringida, de sistema de pagos, que también se puede entender como un acuerdo entre dos o más entidades orientado a librar pagos entre ellas, de acuerdo con la adopción de un esquema de convenios compartido, y una infraestructura tecnológica que lo posibilita.

El STMD es un sistema de pagos, en este sentido, restringido. Las entidades adheridas a él lo utilizan para librar pagos entre sí, dando órdenes de cargo y abono en sus cuentas de tesorería, para lo que asumen el sistema de convenios que lo caracteriza —detallado en el manual del

STMD— y emplean la necesaria estructura tecnológica común. Como se comentaba en el epígrafe V.1.1, entre los mercados financieros cuya operativa es liquidada en el STMD, se cuenta el de deuda pública anotada.

V.1.3.2. Sistemas de anotaciones en cuenta

Se va a considerar ahora, brevemente, el contexto en el que se encuadra la liquidación del lado de valores de una operación. Ya se ha visto cómo la implantación de esta forma de operar ha ido de la mano de la desmaterialización de los valores, la cual ha agilizado las transacciones en tal medida, que es impensable un mercado financiero desarrollado en el que los activos negociados circulen físicamente entre los agentes que los negocian. Por otra parte, en principio no cabe esperar que la anotación del lado de valores de las operaciones esté tan centralizada como la del lado de efectivo. Que la liquidación del lado de efectivo esté, en última instancia, centralizada en el banco emisor es algo que se debe a que lo que circula (dinero) se expresa en pasivos de dicho banco. Por el contrario, los activos que circulan en el lado de los valores fueron emitidos, en principio, por una amplia variedad de agentes económicos, por lo que, en efecto, no es de esperar que el asiento último de esas cuentas de valores esté centralizado, sino que, al contrario, parece inevitable que los entramados institucionales de los que emanen sistemas de compensación y liquidación de valores sean resultado de iniciativas privadas que surjan independientemente, en torno a distintos mercados financieros. Estas iniciativas armonizan los intereses de los distintos emisores en torno a la implantación de este tipo de organización del mercado, dadas las características de liquidez y profundidad de que se beneficia la negociación de los valores a través de estos sistemas, lo que, a su vez, redundará en una mayor capacidad de financiación de los emisores, pues unos activos fácilmente negociables en un mercado secundario desarrollado son mejor aceptados en el mercado primario.

En España, los mercados de valores más conocidos son, quizá, las bolsas de valores, cuyo sistema de anotaciones, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV), se constituyó en 1992. Se trata de una sociedad anónima participada por sus entidades adheridas (en general, pueden serlo entidades de crédito, sociedades y agencias de valores y sociedades extranjeras análogas al propio SCLV) y por las entidades rectoras de las bolsas. Los estatutos del SCLV, y sus eventuales modificaciones, están sometidos a la aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Otro mercado financiero organizado que ha desarrollado su propio sistema de anotaciones en cuenta (inmovilizando títulos físicos y repre-

sentándolos en registros informáticos) es el mercado de la AIAF. Del registro de los valores anotados y de la compensación y liquidación de las operaciones contratadas se encarga Espaclear, Agencia de Valores, S.A., cuyo capital social fue adquirido en su totalidad por el SCLV en 1993.

Finalmente, el tercer sistema de compensación y liquidación de valores que existe en España es el SACDE, implantado en 1987 para asentar la operativa con deuda pública anotada y gestionado por la Central de Anotaciones del Banco de España.

V.1.3.3. Tipos de sistemas

La ejecución de las operaciones implica asentar una enorme cantidad de órdenes de cargo y abono en multitud de cuentas de efectivo y de valores. Según la forma en que se afronten esas operaciones, los sistemas pueden clasificarse en sistemas brutos y sistemas netos. Los sistemas brutos son aquellos que tratan las órdenes que se han de asentar individualizadamente, asentando todas ellas una a una. Los sistemas netos, en cambio, calculan los saldos netos antes de realizar su asiento, bien para cada par de entidades (sistemas bilaterales netos), bien para cada entidad frente a todas las demás (sistemas multilaterales netos), asentando solo el resultado de esa compensación. En otras palabras, los sistemas netos compensan y liquidan, y los brutos solo liquidan.

Otra clasificación de interés de los sistemas de pagos de efectivo y de anotaciones de valores atiende al momento, o momentos, en que se liquidan las operaciones. En este sentido, cabe clasificar los sistemas como de liquidación al cierre, o al fin de día, y de liquidación continua, o en tiempo real. Los sistemas de liquidación al cierre liquidan las operaciones que se han recibido durante la sesión al cierre de esta, cuando ya se han recibido todas las órdenes. Los sistemas de liquidación en tiempo real, en cambio, liquidan las órdenes a medida que se van recibiendo, a lo largo de la sesión.

V.1.3.4. Los sistemas de liquidación y la Unión Monetaria Europea

La constitución de la Unión Monetaria Europea (UME) ha brindado una oportunidad óptima para que los países que optaban a su fundación revisaran sus sistemas de liquidación.

La capacidad del Banco Central Europeo (BCE) de influir en los niveles de tipos de interés del mercado monetario que ha de surgir en el ám-

bito de la UME, a través de sus operaciones de política monetaria, podría verse disminuida si la liquidez que inyecta no circulara con fluidez por todo el sistema financiero, pues ello redundaría en dificultades para la igualación de los tipos de interés a corto plazo de los distintos países.

Puesto que esa necesaria circulación fluida de la liquidez sería facilitada por un sistema de pagos común a toda la UME, el Comité de Gobernadores de los bancos centrales de la UE recomendó, ya en 1992, la adopción de medidas y normas comunes para los sistemas de pagos de los países candidatos a pertenecer a la UME y que, además, elevaran los niveles de seguridad de los mismos. En 1993, el mismo Comité estableció unas normas mínimas comunes que debían verificar los sistemas de pagos de los países que se integraran en la UME. Destacaba entre ellas la necesidad de que cada Estado miembro contase con un sistema de liquidación bruta en tiempo real por el que canalizar la mayor cantidad posible de grandes pagos. En el caso de España, se adaptó el STMD, que antes liquidaba al cierre del día, para convertirlo en un sistema en tiempo real.

El sistema de pagos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC, formado por el BCE y los bancos centrales de la UE), llamado TARGET (*Trans-european Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System*), es el resultado de la interconexión de esos sistemas de liquidación bruta en tiempo real de los distintos países miembros de la UME. Esa interconexión se concreta en un enlace informático (llamado red *Interlinking*) que conecta los componentes domésticos de TARGET entre sí y con el BCE.

Aunque la política monetaria se ejecute de forma descentralizada, interviniendo cada banco central nacional en su propio país, si bien de forma simultánea, la liquidez inyectada puede ser luego redistribuida por las entidades por toda la Unión. La fluidez de la circulación transfronteriza de esos fondos queda garantizada por la red *Interlinking*, que permite a dos entidades de países distintos trasvasarse fondos, asentando la operación en las cuentas de sus bancos centrales respectivos (cargando en un caso y abonando en otro), los cuales, a su vez, las anotan en sus respectivas cuentas en el BCE, fuente última de liquidez.

El sistema de pagos de la UME (TARGET) es, pues, un sistema bruto en tiempo real (pues es resultado de la conexión de varios sistemas de ese tipo), y, por tanto, no se ejecutan operaciones sin que la entidad pagadora tenga saldo suficiente para ello, a menos que el banco central le conceda crédito. Si, en un momento dado, una entidad no dispone de saldo suficiente para atender un pago, el banco central nacional correspondiente le facilita la liquidez necesaria. Ese préstamo es devuelto al final del día, y, lo mismo que la liquidez que se suministra en las operacio-

nes de política monetaria, y que, en general, todos los préstamos que el banco central hace a las entidades privadas, debe estar respaldado por unos activos que sirven de garantía. El banco central facilita la liquidez necesaria hasta el límite del valor efectivo de los activos que la entidad aporta como garantía. Si el importe del pago excede ese límite, la operación se pone en cola, para ser ejecutada cuando sea posible (cuando entre liquidez en la cuenta o se aporten más garantías). El crédito intradía facilitado por el banco central se renueva hasta el día siguiente, en caso de que no se haya podido devolver a fin de día, pero a un tipo de interés penalizador.

La adaptación del sistema de pagos a la UME también ha tenido implicaciones sobre el funcionamiento de la Central de Anotaciones, debido a que, según los criterios expresados por el Instituto Monetario Europeo, se considera conveniente que la liquidación de valores tienda a aproximarse, paulatinamente, al sistema bruto en tiempo real que se aplica en el lado de efectivo. Un primer paso en esta dirección es el establecimiento de la liquidación en dos ciclos, que se ha puesto en funcionamiento en enero de 1998, y la financiación intradía, que se comentan en el epígrafe V.2.5. Por otra parte, el nacimiento de la UME ha hecho aconsejable el cambio de denominación de la deuda pública en circulación, de pesetas a euros. Dada su importancia, el procedimiento que se empleará para esa redenominación se explica en el anejo a este capítulo, que reproduce la Nota 2/98 de la Oficina de Operaciones del Banco de España, en la que se detalla ese proceso. El epígrafe V.2.6, inmediatamente anterior, ofrece un resumen de lo esencial de esa Nota, omitiendo los aspectos más técnicos.

Finalmente, otra novedad aportada por la UME en lo referente a los sistemas de liquidación de valores es la posibilidad de que las entidades puedan utilizar como garantía frente al banco central de su país —tanto para acudir a la política monetaria como para recibir los créditos intradía destinados a facilitar las liquidaciones en TARGET— activos depositados en otro país de la Unión. Una manera eficaz de posibilitar este uso transfronterizo de garantías sería conectar los sistemas de liquidación de valores de los distintos países, de forma similar a cómo TARGET es resultado de la conexión de los sistemas de pagos. Otra manera, más fácil, consiste en utilizar a los bancos centrales nacionales como el canal que permite esa conexión, de forma que la entidad que va a recibir los fondos en préstamo de su banco central nacional aporte las garantías en el banco central del país donde tiene depositados los activos, el cual los anota en cuenta a favor del primer banco central. Esta solución requiere que los bancos centrales se abran cuentas de valores unos a otros. Por resultar más fácil, es un mecanismo de este tipo el que se implantará en la UME, aunque no es descartable que se aborde una interconexión de

los sistemas de liquidación de valores más a largo plazo. Tampoco es descartable, pero ello en un horizonte más lejano, que las entidades puedan acceder directamente a crédito del banco central del país en el que tienen depositados los valores, o bien a crédito en cualquier país de la UME, estando los activos de garantía depositados en el banco central de cualquier otro.

V.2. El sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado

El SACDE es el procedimiento mediante el que se gestiona la tenencia y transmisión de valores de deuda del Estado anotada, así como de otras administraciones y organismos públicos. Esta tarea se lleva a cabo en la Central de Anotaciones, cuya gestión está encomendada al Banco de España.

V.2.1. Funciones de la Central de Anotaciones

Como queda dicho, mediante el SACDE, la Central de Anotaciones gestiona la *tenencia* y la *transmisión* de deuda pública anotada. Se distinguen así dos funciones de la Central, según se ponga el acento en la gestión de la tenencia o en la de la transmisión de valores: una función registral y otra relativa a la administración del mercado, y en particular a la compensación y liquidación de operaciones.

Por un lado, la Central mantiene las cuentas de la totalidad de los valores admitidos a negociación, asumiendo así la función de un registro central de la deuda anotada en circulación y de su distribución entre sus tenedores en un momento dado.

Por otro, mantiene actualizadas esas cuentas, al liquidar en ellas las operaciones que pactan diariamente los operadores del mercado. Se erige así en administrador del mercado, asumiendo la función de liquidar diariamente el lado de valores de las operaciones.

V.2.1.1. Registro de saldos

El hecho de que la desmaterialización de los valores implique, como se comentaba más arriba, la desaparición de la tradicional incorporación del derecho al documento y su atribución a quien ostente la propiedad del mismo se traduce en que la Central de Anotaciones adquiere una función registral, en virtud de la cual se sustituye ese mecanismo de adscripción

del derecho por otro basado no en la propiedad del documento, sino en la titularidad del saldo de una cuenta de valores en la Central. De esta forma, se atribuye al titular del saldo la propiedad de la deuda anotada en la cuenta, así como los derechos económicos (liquidación de intereses, amortización) relativos a ella. En virtud de estas atribuciones registrales de la Central de Anotaciones, la suscripción y transmisión de deuda pública anotada del Estado no precisa de la intervención de fedatario público.

Estas tareas registrales se realizan de una manera descentralizada. Como ya se ha comentado en el capítulo dedicado al mercado secundario, no todas las entidades que operan en el mercado son titulares de cuentas directamente en la Central, sino que algunas mantienen abiertas sus cuentas a través de las entidades que ostentan la condición de gestoras. Así, la función registral está implantada a través del llamado doble nivel de registro, actuando como segundo escalón las «gestoras», que deben mantener, por delegación, los registros detallados que acreditan la titularidad de los saldos de terceros frente al Estado. La Central mantiene las cuentas de la totalidad de los valores admitidos a negociación, por el importe total emitido. Pero identifica individualizadamente a sus tenedores en caso de que sean titulares de cuenta, mientras que gestiona de forma global las cuentas de terceros de las entidades gestoras, siendo estas las que deben mantener a los terceros permanentemente identificados, así como llevar, y mantener al día, un registro de las operaciones que realicen. El saldo de la cuenta de terceros que la gestora mantiene abierta en la Central debe coincidir con la suma algebraica de los saldos que mantiene anotados en el conjunto de registros a favor de dichos terceros.

También se comentaba más arriba que la desmaterialización de los valores no impide la formalización de garantías. La Central puede, a petición de un titular, inmovilizar en su cuenta los saldos afectos al cumplimiento de derechos de garantía, afianzamiento u otras cauciones frente a otras personas físicas o jurídicas. El saldo así bloqueado mantiene sus derechos económicos, pero no puede ser movilizad o mientras se mantenga bloqueado. La Central entrega a la entidad que lo solicitó un certificado de inmovilización para que lo pueda exhibir o entregar como acreditación de la titularidad de esos saldos y del bloqueo de los mismos. El certificado es nominativo e intransferible, y es necesaria su devolución a la Central para el desbloqueo de los saldos. Los terceros propietarios de deuda pública pueden solicitar a su entidad gestora el bloqueo de saldos, que, a su vez, lo solicitará a la Central. El certificado de inmovilización será facilitado al tercero también a través de la gestora. Para el levantamiento de la inmovilización es necesaria la devolución a la gestora del certificado, de modo que esta pueda, a su vez, devolverlo a la Central. La Central de Anotaciones puede efectuar también inmovilizaciones a

solicitud de la autoridad judicial. Previa comunicación a la entidad gestora o al titular en cuya cuenta figure el saldo inmovilizado, la Central dará de baja de dicha cuenta el importe, abonándolo en una cuenta de valores a disposición de la autoridad judicial. En el caso de que los valores permanezcan inmovilizados en la fecha de su amortización, el importe efectivo correspondiente quedará, asimismo, inmovilizado, afecto a la garantía o traba, o a disposición de la autoridad judicial.

El doble nivel de registro descarga a la Central de la gran cantidad de anotaciones que se harían necesarias si llevara individualizadamente el registro de todos los movimientos que se producen diariamente en cada cuenta. A cambio, hace necesario un flujo de información entre las gestoras y la Central para que esta pueda, en última instancia, mantener actualizados los saldos ostentados por titulares a nombre propio y al de terceros. Así, las entidades gestoras comunican diariamente a la Central de Anotaciones el saldo total de sus cuentas de terceros para cada código-valor, de conformidad con su Registro de Terceros, así como la variación neta que dicho saldo suponga respecto al del día hábil anterior. Asimismo, las gestoras comunican semanalmente a la Central el detalle diario, por cada código-valor, de todas las operaciones anotadas en su Registro de Terceros durante la semana anterior.

Esta comunicación semanal, que se transmite en soporte magnético, da a la Central una información más detallada que la comunicación diaria de saldos globales, y le permite comprobar que los saldos de las cuentas de terceros que se desprenden de ambas comunicaciones coinciden. En caso de que se detectara alguna discrepancia, las gestoras tendrían que realizar las modificaciones necesarias en su Registro de Terceros para que se mantenga permanentemente la exacta coincidencia entre los saldos de terceros en la Central de Anotaciones y los Registros de Terceros de las gestoras. También semanalmente, las gestoras informan a la Central de los importes nominales de deuda pública anotada que, al cierre de operaciones de cada viernes, figuran a nombre de inversores no residentes.

El mercado de deuda pública en anotaciones es, pues, un mercado en el que, si bien la cotización y la contratación de las operaciones se realizan de forma descentralizada, poniéndose las partes en contacto directo o a través de un mediador, la información, sin embargo, se concentra diariamente en la Central de Anotaciones, algo necesario para que la Central pueda efectuar la liquidación de las operaciones en las cuentas de valores y de tesorería cada día, y que le permite, además, devolver al mercado esa información de forma agregada.

Para apreciar la importancia de este reflujo de la información, de la Central de Anotaciones al mercado, debe tenerse presente que un mer-

cado con un sistema de negociación descentralizado se enfrenta al peligro de la fragmentación: pequeños inversores que no afronten el coste de sistemas informáticos y contratación de servicios de difusión telemática de la información podrían caer en relaciones de clientela que, en la práctica, supongan una segmentación del mercado en varios submercados con distintos precios. La difusión continua de información agregada por parte de la Central disminuye ese peligro de ruptura de la unidad de mercado, al ayudar a generar una transparencia sobre las condiciones de contratación que facilita la integración del mercado en torno a un abanico estrecho de precios.

En efecto, la Central publica diariamente un boletín en el que difunde un resumen estadístico de la operativa de los miembros del mercado del día hábil anterior (3), con datos como, por ejemplo, los precios máximo, mínimo y medio contratados en compraventa al contado, y otros muchos. El boletín incluye también información relativa al mercado interbancario, cuyas operaciones, como es sabido, también las liquida el STMD en las cuentas de tesorería de las entidades. Semanalmente, el boletín se amplía con un resumen de la negociación de terceros, mediante el que también es devuelta de forma agregada al mercado la información que a ese respecto se concentra semanalmente en la Central.

V.2.1.2. Administración del mercado

La otra función de la Central de Anotaciones es la relacionada con la administración del mercado, tanto en lo que se refiere a la gestión de emisiones y amortizaciones de valores incluidos en el SACDE, y a la anotación del pago de los intereses que se devenguen, como, especialmente, en lo relativo a las transferencias de saldos originadas por la operativa del mercado secundario. En su papel de organismo rector del mercado de deuda pública anotada, la Central de Anotaciones organiza el mercado secundario, vela por la transparencia de los procesos de cotización y contratación, y ejecuta los de compensación y liquidación.

La liquidación de operaciones la ejecuta de acuerdo con el principio de entrega contra pago, y, por tanto, se asientan simultáneamente las transferencias de valores en las cuentas de la Central, y las de liquidez en las cuentas de efectivo del Banco de España.

(3) En concreto, de las operaciones comunicadas al STMD hasta el cierre de la sesión de comunicación de órdenes de ese día. Es decir, en la actualidad, hasta las 13.30 h. Las comunicadas más tarde entran en el boletín del día siguiente. Sin embargo, la puesta en marcha de TARGET con el retraso de la hora del cierre de mercado afectará notablemente a esta situación.

Atendiendo a los agentes que participan en una operación del mercado de deuda pública anotada, esta se puede pactar entre dos titulares de cuenta, entre una gestora y un tercero, o bien entre dos terceros.

En el caso de operaciones entre dos titulares de cuenta, una vez comunicada la operación al STMD por las dos partes, la Central de Anotaciones comprueba, el día de la fecha-valor de la operación (la fecha para la que las partes de la operación han pactado su ejecución), que existe saldo suficiente tanto en la cuenta de valores objeto de la operación como en la de efectivo afectada y, si ambos saldos son conformes, efectúa los asientos correspondientes. Si se trata de una compraventa con pacto de recompra o de una simultánea, la Central efectúa, al vencimiento de la operación, el apunte contrario a la operación inicial, sin necesidad de ninguna comunicación adicional de las partes contratantes. Diariamente, para facilitar a las entidades el evitar descubiertos en la liquidación, la Central les comunica, a la apertura del mercado, el saldo disponible en cuenta propia de aquellas referencias que estén pendientes de asentar, como consecuencia de operaciones preavisadas cuya fecha-valor sea la del día. También comunica diariamente los apuntes realizados en las cuentas de valores y su saldo al cierre de operaciones, así como los apuntes de efectivo correspondientes.

Las operaciones de gestoras con sus terceros originan apuntes en el Registro de Terceros de la gestora, así como una variación en el saldo de su cuenta de terceros, que se comunican a la Central, como se comentó más arriba. Si la operación se efectúa entre un titular de cuenta y un particular que no lo sea, la operación debe ser anotada en el Registro de Terceros de una entidad gestora. Esta operación dará lugar al asiento, por parte de la Central, de una transferencia de valores entre la entidad titular de cuentas y la gestora que se encarga de las funciones registrales. En caso de que la operación tenga lugar entre dos particulares, de nuevo es necesario que alguna entidad gestora realice las anotaciones correspondientes en su Registro de Terceros. Si estos operan a través de dos gestoras distintas, la operación dará lugar también a un traspaso de valores entre ellas.

V.2.2. El Banco de España como entidad gestora

Además de la gestión de la Central de Anotaciones y, por tanto, de las funciones a ella encomendadas, el Banco de España atiende otras variadas funciones relativas al mercado de deuda pública anotada, muchas de las cuales ya se han comentado en capítulos precedentes, sobre todo en los dedicados a los mercados primario y secundario. Una función que quizá se sale de esos ámbitos estrictos, y que cabe comen-

tar aquí brevemente, es la que se deriva de su condición de entidad gestora.

El Banco de España, en efecto, ostenta la condición de entidad gestora, y está habilitado para mantener saldos de deuda pública anotada por cuenta de personas físicas o jurídicas residentes en España no autorizadas a operar directamente a través de la Central de Anotaciones. Las cuentas abiertas con este fin reciben el nombre de Cuentas Directas de Deuda del Estado Anotada en el Banco de España (o, simplemente, Cuentas Directas).

La actividad del Banco de España se limita a la suscripción, registro y mantenimiento de saldos de deuda pública anotada a nombre de sus terceros, y a facilitarles el ejercicio de los derechos económicos que les correspondan. Por el contrario, el Banco de España no está facultado para ofrecer contrapartida a nombre propio a sus terceros, a actuar como comisionista en el mercado secundario ni a registrar cualquier operación del mercado secundario realizada por titulares de Cuentas Directas. Así, para que un titular de una de estas cuentas pueda negociar su deuda en el mercado secundario, antes tiene que traspasar su saldo a otra entidad gestora.

El desempeño de esta función por parte del Banco de España supone la apertura de un canal directo para la inversión en deuda pública por parte de aquellos inversores cuya preferencia sea la adquisición de deuda y su mantenimiento hasta la amortización, sin intenciones, por tanto, de renegociarla en el mercado secundario. Este mecanismo, que entró en vigor en 1990, supone un estímulo para los canales de distribución al por menor de la deuda del Estado, ya que, ante posibles discrepancias exageradas entre las rentabilidades satisfechas por el Tesoro y las percibidas por los inversores particulares, otorga a estos la posibilidad de reaccionar acudiendo a las Cuentas Directas.

Los terceros del Banco de España muestran clara preferencia por las letras del Tesoro, pues, a 31 de diciembre de 1996, los saldos de letras en Cuentas Directas eran un 81 % de los saldos totales, quedando el 19 % restante para bonos y obligaciones. En esa fecha, y en lo que a letras se refiere, el Banco de España era la novena entidad gestora por tamaño de la cuenta de terceros, y había sido la primera en cuanto a actividad suscriptora de deuda anotada por particulares durante 1996, último año completo del que se dispone de información.

V.2.3. El Sistema de Provisión de Valores

Como ya se ha comentado, la prevención de riesgos es una de las preocupaciones centrales de las entidades e instituciones involucradas

en los mercados financieros, y particularmente en los sistemas de liquidación.

Con objeto de reducir el riesgo de liquidación de valores, el Banco de España llegó, en 1994, a un acuerdo con los titulares de cuenta que en aquel momento ostentaban la condición de creadores de mercado. En virtud de ese acuerdo, se estableció un procedimiento orientado a proveer de valores a aquellos miembros del mercado que, excepcionalmente, concurren al cierre de operaciones sin saldo suficiente para atender sus compromisos. Desde entonces, todas las entidades que adquieren la condición de creador de mercado deben suscribir el convenio, el cual se encuentra, por tanto, entre las obligaciones que acarrea esa condición. Por el contrario, cuando una entidad pierde la condición de creador de mercado se le da de baja del acuerdo, salvo si, de forma voluntaria, opta por mantener la condición de prestamista (4).

El Sistema de Provisión de Valores entró en funcionamiento en enero de 1995, y se ha utilizado profusamente desde entonces, de modo que se ha incorporado plenamente a la práctica habitual del mercado de deuda pública anotada.

La entidad que ha incurrido en el fallo de liquidación compra en simultánea los valores necesarios para atender sus compromisos. El vendedor es una entidad que selecciona (de entre las suscriptoras del acuerdo) el Banco de España, que lo hace atendiendo al criterio de que el número de préstamos se reparta lo más equitativamente posible entre ellas. Además, como es natural, la entidad prestamista debe poseer, a nombre propio, saldo suficiente de valores para hacer la operación sin incurrir ella misma en descubierto. Cuando se llega al cierre de operaciones de un día cualquiera, la Central de Anotaciones se pone en contacto con las entidades que han llegado a él sin disponer de saldos de valores suficientes para atender sus compromisos de ese día. Asimismo, la Central selecciona la entidad vendedora, calcula el precio y las condiciones de la operación, comunica a las entidades sus respectivas contrapartidas y habilita las sesiones extraordinarias del STMD y de la Central de Anotaciones para ejecutar la operación.

El precio del valor o valores objeto de la operación es, pues, fijado por el Banco de España. Lo hace penalizando el precio de mercado en un diferencial. La penalización es más alta cuanto mayor es la vida residual del valor. Los valores se venden en simultánea a un día (o, si es festivo, al siguiente día hábil), al 0 %. Es decir, la financiación que obtiene

(4) Durante 1997, el colectivo de proveedores del Sistema de Provisión de Valores ha estado integrado por los creadores de mercado más un negociante de deuda, que, habiendo sido creador en 1995, decidió no darse de baja del acuerdo cuando perdió esa condición.

la entidad vendedora del valor no le supone ningún coste, siendo el mismo el importe de la ida y el de la vuelta de la operación. Si ninguna de las entidades participantes en el acuerdo tiene saldo suficiente del valor requerido, el Banco de España actúa de prestamista (5).

En caso de que la entidad fallida tampoco cuente con el efectivo necesario para efectuar la simultánea, el Banco de España podrá abrir una sesión especial en el STMD, para permitir a la entidad tomar prestados esos fondos fuera de horas de mercado.

La entidad que ha incurrido en el descubierto, además de tomar el valor a un precio penalizado y de no obtener remuneración de los fondos que destina a la operación, debe abonar las tarifas establecidas por el Banco de España por la apertura de sesión especial del STMD y de la Central de Anotaciones para la resolución de incidencias. Por otra parte, el Banco de España hace un seguimiento de estos incidentes y, en caso de que repercutan en un peligro u ocasionen un gran trastorno para el sistema de anotaciones en cuenta, puede proponer al Ministerio de Economía y Hacienda la suspensión temporal o, en caso de reincidencia, la revocación definitiva de la condición de entidad gestora o de titular de cuenta de valores en la Central de Anotaciones de la entidad responsable.

V.2.4. Engarce con Euroclear y Cedel

Euroclear y Cedel son cámaras de compensación y liquidación que operan internacionalmente, fruto de la iniciativa privada. Ofrecen a las entidades participantes en el sistema otros servicios relacionados con los de compensación y liquidación —que son el centro de su actividad—, como el de custodia de valores físicos, contra los que abren cuentas de valores para agilizar la operativa contratada con tales valores, haciéndolos fungibles e inmovilizándolos, como garante físico de esas cuentas, en una red internacional de bancos depositarios.

Antes de comentar cómo se engarzan en el SACDE Euroclear y Cedel, y los problemas que se derivan de ese engarce, se va a trazar una breve introducción a la operativa de ambas cámaras internacionales, de forma genérica.

Estas cámaras ofrecen a sus clientes la posibilidad de compensar y liquidar operaciones, tanto si la contrapartida es también cliente de la cá-

(5) El sistema va a sufrir una ligera alteración en el contexto de la UME, en el sentido de que el Banco de España aportará el valor en última instancia, no vendiéndolo en simultánea, sino mediante una permuta de valores, de modo que el nivel de liquidez del sistema bancario no sea alterado por la operación.

mara como si no lo es. En el segundo caso, es decir, si una de las partes es cliente de una de las cámaras y la otra no, puede decirse que los valores que son objeto de la operación «entran» o «salen» (según el cliente de la cámara los compre o los venda) del circuito de la cámara en cuestión. El cliente de la cámara estará así contratando con unos valores que se negocian en un mercado del que no tiene por qué ser miembro, gracias a que se interpone la cámara, la cual mantiene enlaces con distintos mercados domésticos que lo posibilitan.

Cuando una entidad que es cliente de la cámara compra valores a otra que no lo es, beneficiándose de los vínculos que la cámara mantiene con algún mercado local del que su cliente no es miembro, los valores son anotados en cuenta por la cámara a nombre del cliente y, si son títulos físicos, los inmoviliza. Se ha dicho que esos valores «entran» entonces en el circuito de la cámara, en el sentido de que esos valores pueden ser luego negociados entre los clientes de esa cámara, de tal forma que las operaciones son materializadas mediante asientos contables de valores y efectivo en las cuentas que mantienen abiertas en ella.

Esta facilidad con que se ejecutan operaciones con valores procedentes de diversos mercados locales en un solo ámbito de compensación y liquidación común supone, quizá, la mayor ventaja de la cámara para sus clientes, pero entraña, al mismo tiempo, su mayor problema. La ventaja, que es de carácter operativo, estriba en que la cámara, al erigirse en una puerta única de acceso a diversos mercados locales, implica, en la práctica, una unificación de los distintos hábitos de contratación de esos mercados para sus clientes. El problema, de naturaleza legal y relativa al sentido último de la propiedad, es consecuencia indirecta de esa misma facilidad para canalizar la operativa con valores procedentes de distintos mercados, reflejando las operaciones en meros asientos contables anotados por una entidad privada cuyo *status*, en cada uno de los mercados a los que accede, no necesariamente le otorga la facultad de dar fe pública de la titularidad de los valores, ni, por tanto, de cambios en la misma.

Esta situación puede ser problemática en aquellos mercados locales en los que, como ocurre en el de deuda pública anotada española, el organismo que gestiona el sistema de compensación y liquidación tiene al mismo tiempo las atribuciones de un registro, pues, si la cámara ejerce eficazmente las primeras funciones, no puede ejercer las registrales si no se lo permite el ordenamiento jurídico local, por lo que se puede producir un vacío legal con respecto a la titularidad de los valores que se negocian en su ámbito.

Antes de detallar cómo se particulariza esa problemática genérica en el caso español, es necesario explicar de forma concreta el engarce de Euroclear y Cedel con el SACDE.

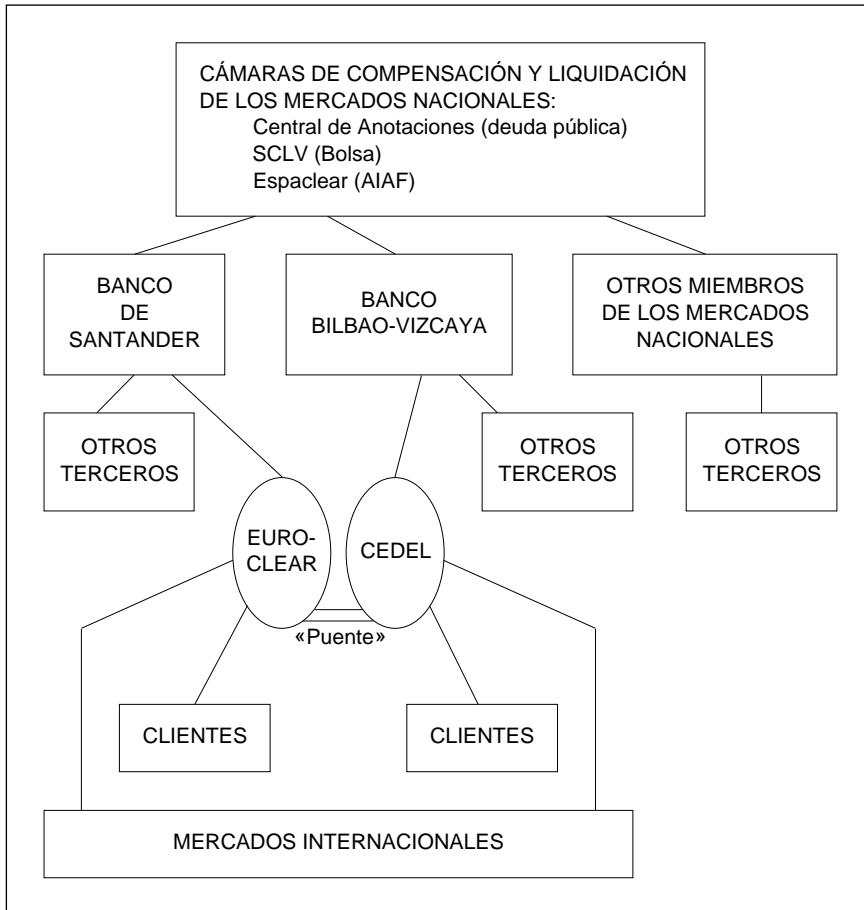
En principio, cabe concebir varias formas de concretar el engarce de una cámara de compensación internacional con el sistema de un mercado doméstico. La cámara internacional puede abrir una cuenta de valores en el mercado doméstico —si es autorizada a ello por la Central—, convirtiéndose en titular de cuenta, y sus clientes, en terceros suyos en ese sistema. Lo más frecuente, sin embargo, es que Euroclear y Cedel participen indirectamente, a través de un banco agente, en los mercados locales. Las mismas posibilidades caben para el lado del efectivo. En el caso de España, las conexiones son indirectas a través del Banco de Santander, en el caso de Euroclear, y del Banco Bilbao-Vizcaya, en el caso de Cedel.

En el esquema V.1 se refleja esa conexión de ambas cámaras de compensación internacionales con el SACDE como terceros de sus respectivas gestoras en la Central de Anotaciones. Se refleja también el «puente» que conecta a ambas cámaras, que permite a los clientes de cada una entregar y recibir valores y efectivo a clientes de la otra. Se trata de un puente electrónico, pues se concreta en el intercambio de ficheros entre los sistemas de ambas cámaras, el cual tiene lugar durante la noche anterior a la fecha-valor de las operaciones, después de que las cámaras han iniciado sus procesos de liquidación nocturnos (6). Como es natural, ambas cámaras tendrán que notificar esas entregas de valores de deuda pública anotada, a través del «puente», a sus gestoras respectivas, para que estas puedan reflejarlo adecuadamente en sus cuentas de terceros. Por otra parte, en el esquema se observa también que Euroclear y Cedel se conectan, igualmente, con el mercado AIAF de renta fija privada y con el mercado bursátil —lo hacen también indirectamente, a través de las mismas entidades que con el SACDE—, así como, por supuesto, con otros mercados internacionales.

En la práctica, una entidad no residente —que, salvo en el caso de algunos agentes institucionales, no puede ser titular de cuenta en la Central de Anotaciones—, para comprar deuda pública, ha de hacerlo a través de una entidad gestora; o bien puede acudir a Euroclear o Cedel, que, como terceros, comprarán la deuda a través de sus respectivas gestoras y se la anotarán en cuenta a su cliente. En este caso, el valor será anotado en la cuenta de clientes de la gestora correspondiente, y esta lo pondrá a nombre de Euroclear o Cedel en su Registro de Terceros. A partir de ese momento, el valor podrá ser negociado entre los clientes de la cámara internacional, sin que ello se refleje en otras cuentas más que en las que esta lleva para sus clientes, pues, a efectos de la Central de Anotaciones, será un valor a nombre de Euroclear o de Cedel, terceros del Banco

(6) Las cámaras liquidan operaciones varias veces cada 24 horas, tanto durante la noche previa a la fecha-valor de las operaciones como durante ese mismo día.

ENGARCE DE EUROCLEAR Y CEDEL CON LOS MERCADOS NACIONALES



de Santander y del BBV, respectivamente. Es decir, toda la cámara de compensación aparece como un tercero «opaco» para la Central. Solo cuando el valor sea vendido a una entidad no participante en la cámara internacional, y salga así de su «circuito», la operación se reflejará en las cuentas de la Central, pues la venta la contratará la cámara, para su cliente, a través del banco agente, que dará de baja el saldo correspondiente de su Registro de Terceros y de su cuenta de terceros, pasando el valor a la cuenta del titular que lo haya comprado, o a la de sus terceros, si es el caso.

Como se ve, Euroclear y Cedel son terceros de dos entidades gestoras y, a su vez, mantienen saldos de deuda pública no para sí mismos,

sino para sus propios clientes. Por lo tanto, cabe decir que, en la práctica, abren un tercer nivel de registro (además de la Central de Anotaciones y de las entidades gestoras), que no está reconocido en la legislación del mercado. Es así como se concreta, en el caso español, la problemática más arriba comentada, relativa a la titularidad de los valores de los clientes de ambas cámaras, que queda en una situación, cuando menos, ambigua: como es sabido, la normativa del mercado atribuye capacidad registral a las gestoras, cuyos terceros sí pueden ser, pues, titulares de deuda pública, pero no a estos, que es la condición que ostentan Euroclear y Cedel.

Esta situación de ambigüedad de la titularidad de los valores negociados en el ámbito de Euroclear y Cedel, y de «opacidad» de estas desde el punto de vista de la Central de Anotaciones, tiene también efectos prácticos sobre el proceso de liquidación de operaciones, derivados de la posibilidad de que un cliente de una de las cámaras internacionales incumpla sus compromisos, como se discute a continuación.

Como se ha comentado, ambas cámaras liquidan operaciones varias veces cada 24 horas: primero, durante la madrugada previa a la fecha-valor de las operaciones, y, luego, durante ese día. En caso de que una de las cámaras detecte, tras las liquidaciones nocturnas, que alguno de sus clientes no dispone de saldo suficiente para hacer frente a la entrega de los mismos a un titular de la Central (una operación en la que el valor saldría del «circuito» de la cámara, según se comentaba más arriba), estando pactada para ese día dicha entrega, el banco agente de la cámara (el de Santander o el BBV) debe comprar en simultánea, en la sesión matutina del mercado español, los valores necesarios para cerrar el descubierto, antes de que, al cierre del mercado, el Banco de España inicie el proceso de liquidación.

En esa búsqueda en el mercado interior de los valores necesarios para evitar el fallido de sus respectivos terceros-cámaras internacionales, el BBV y el Banco de Santander cuentan con el apoyo de la cartera del Banco de España (7). A pesar del apoyo prestado por el banco central con su cartera (un apoyo que, por otra parte, se ofrece a la generalidad de los miembros del mercado, tanto en horas de mercado como —a través del Sistema de Provisión de Valores—, al cierre del mismo), no es completamente descartable que el banco agente no encuentre los valores necesarios para cubrir el descubierto.

(7) Siempre que esos valores estén incluidos en una lista de valores de alta liquidez elaborada por el Banco de España y renovada mensualmente, que es para los que se utiliza este sistema. En lo que se refiere a los demás valores, los bancos agentes deben estar completamente seguros de que sus respectivos terceros disponen de saldos suficientes antes de comunicar las operaciones.

En ese caso, se ha de evitar asentar la operación, algo que ha de tenerse en cuenta antes de que la Central de Anotaciones dispare el mecanismo de liquidación de operaciones, ya que, de lo contrario, las peculiares características de tan singulares terceros podrían provocar un efecto indeseable. El mecanismo de liquidación de operaciones, al tratar a toda la cámara como un solo tercero, podría detectar la existencia de valores suficientes y asentar la operación, sin caer en la cuenta de que esos valores pertenecen a otro cliente de la cámara internacional, y no al que incurre en el fallido, ya que no desagrega hasta ese nivel. De ahí la conveniencia de atender de forma especial a la posibilidad de fallidos de esta naturaleza y, de producirse, de cancelar la operación antes de llevar a cabo el procedimiento de liquidación.

No obstante, es tremendamente improbable la existencia de tal fallido, dada la gran cantidad de medidas preventivas habilitadas (sistemas de préstamos de valores de las propias cámaras internacionales, que estas instrumentan tras los procesos nocturnos de liquidación; compromiso de su banco agente de cubrir el eventual fallido antes de su materialización; apoyo del Banco de España, con su cartera, para la provisión del valor). Por lo demás, de producirse finalmente el fallo, es obvio que le sería aplicada a la entidad gestora en cuestión la sanción correspondiente, como en cualquier otra situación de esta naturaleza.

V.2.5. El doble ciclo de liquidación y la financiación intradía (8)

Según se comentó más arriba, uno de los efectos de la UME ha sido la transformación del STMD en un sistema en tiempo real y la puesta en marcha de unos trabajos de adaptación de la Central de Anotaciones orientados a aproximar su funcionamiento al de aquel, de forma que, dado que el lado de liquidez de las operaciones del mercado de deuda pública en anotaciones se asienta en tiempo real, la frecuencia con que se asiente el lado de valores se aproxime también lo más posible al tiempo real.

Una primera fase en la aproximación del funcionamiento de la Central a ese modelo es su liquidación en dos ciclos —uno, a la apertura del día, y otro, a su cierre—, que se ha puesto en marcha en 1998, con el ánimo de avanzar paulatinamente, a partir de 1999, hacia un modelo de liquidación en varios ciclos.

El primer ciclo, o sesión de liquidación, tiene lugar al comienzo de cada día hábil (si bien, materialmente, el cruce de órdenes, el cálculo de las anotaciones y la posible resolución de incidencias se efectúan duran-

(8) Estas materias se encuentran reguladas en las aplicaciones técnicas nº 36 del STMD y 3/97 de la Central de Anotaciones del Banco de España.

te la tarde del día hábil anterior, tras haberse cerrado los procesos correspondientes a este), y en él se anotan las operaciones con esa fecha de liquidación, tanto de mercado primario como de secundario, comunicadas a la Central con anterioridad, siempre que haya saldo suficiente en las cuentas de valores y de efectivo para los asientos necesarios. Las operaciones que se logre asentar en esta primera sesión tienen, ya, carácter firme e irrevocable.

El segundo ciclo tiene lugar al cierre de operaciones de cada día hábil, y en él se asientan todas las operaciones con esa fecha-valor que no se asentaron en el anterior, es decir, las operaciones valor mismo día comunicadas durante la mañana (hasta la hora de cierre de comunicaciones; actualmente, las 13.30 h.) y aquellas de las comunicadas con anterioridad que no pudieran asentarse en la primera sesión de liquidación.

De manera asociada a esta nueva forma de liquidación en dos ciclos, también se ha implantado el mecanismo llamado de financiación intradía, o *repo* intradía. Se trata de una facilidad que el Banco de España pone a disposición de todos los titulares de cuenta a nombre propio en la Central, con el fin de satisfacer la mayor necesidad de liquidez que exige el buen funcionamiento del sistema de pagos bruto en tiempo real, frente al sistema con firmeza al cierre que se ha sustituido. Mediante esta facilidad, el Banco de España aporta liquidez a las entidades que lo solicitan, a través de una compra a vencimiento de valores que tengan disponibles en sus cuentas propias, en la primera sesión de liquidación. Esa operación se invierte a fin de día, en la segunda sesión. Esa financiación que obtienen las entidades entre los dos ciclos de liquidación no tiene coste de intereses, aunque sí está sujeta a la comisión que en cada momento establezca el Banco de España en las tarifas del STMD.

Así pues, en la primera sesión de liquidación, además de las operaciones comunicadas hasta ese momento, y cuya ejecución no implique descubiertos en cuentas de valores ni de tesorería (9), se asienta también una compra a vencimiento del Banco de España a las entidades que soliciten financiación intradía y que tengan saldo de valores suficiente para atenderla. La liquidez así obtenida permite financiar compras de valores en esa misma sesión (10), o bien compras durante el día, que se

(9) Posibles descubiertos en tesorería se deben cubrir, precisamente, con el *repo* intradía en esa misma liquidación.

(10) Ello se debe al orden en que se organiza la liquidación: primero, se asienta el lado de valores de las operaciones para las que haya saldo en las cuentas de valores. A continuación, se hace una simulación de anotación en las cuentas de tesorería correspondiente a los efectivos de las operaciones cuyo lado de valores se acaba de asentar. Los saldos de valores y de tesorería resultantes se comunican a las entidades —tanto si el saldo de tesorería es deudor como si es acreedor—, que entonces pueden solicitar financiación intradía, contra sus saldos de valores a vencimiento, para cubrir descubiertos de tesorería, o para disponer de liquidez con que afrontar el día que se va a abrir.

asentarán en la segunda sesión de liquidación. Esta incluye, además del resto de las operaciones, la venta a vencimiento del Banco de España a las entidades que deshace la operación de compra anterior.

V.2.6. *La redenominación a euros de la deuda pública anotada*

Desde el comienzo de la Tercera Etapa de la UME, el 1 de enero de 1999, el Tesoro empezará a emitir deuda pública denominada en euros. En principio, no habría necesidad de alterar la denominación de la deuda pública en circulación a esa fecha, de modo que podría seguir estando en pesetas. Pero la conveniencia de evitar una posible segmentación del mercado en dos submercados (uno con deuda en euros y otro en pesetas) y la responsabilidad de incrementar en todo lo posible la credibilidad tanto del proceso de la UME como del compromiso español con ese proceso, han aconsejado cambiar la denominación de la deuda en circulación —*redenominarla*— de pesetas a euros. El proceso de redenominación se detalla en la Nota 2/1998 de la Oficina de Operaciones del Banco de España, recogida en el anejo, de la que este epígrafe pretende resumir lo esencial.

La redenominación será un proceso global, que afectará a la totalidad de la deuda anotada cuyo emisor lo haya dispuesto, sin que pueda plantearse la opcionalidad del proceso para sus tenedores. La transformación se llevará a cabo no paulatinamente, a lo largo de un período de tiempo dilatado, sino de forma masiva, el primer fin de semana de 1999 —salvo modificaciones imprevistas—, de modo que el 4 de enero, primer día hábil del año, la deuda anotada amanezca denominada en euros.

La redenominación consiste, básicamente, en dar de baja en la Central la totalidad de los saldos anotados en pesetas y dar de alta su equivalente en euros. El valor nominal de la deuda redenominada pasará a ser un céntimo de euro. Un valor nominal tan pequeño tiene la ventaja de que hace también muy pequeños los ajustes por redondeos, lo que permite despreciarlos, según se explica más abajo. Por otra parte, ello no impide que las nuevas emisiones tengan valores nominales unitarios normalmente más altos, ni que se alcancen acuerdos para que la negociación en el mercado secundario sea por una cuantía mínima.

Técnicamente, la redenominación se ejecutará, únicamente, sobre saldos a vencimiento registrados en las cuentas de los miembros del mercado, de modo que, antes, se concentrará en ellos la totalidad de los registros de la Central. Para ello, los miembros habrán de abstenerse de contratar entre ellos *repos* con fecha de retrocesión posterior al día de la

redenominación. Ese día (11), la Central hará vencer las operaciones *repo* vivas que afecten a saldos de terceros y, a continuación, cuando en las cuentas de terceros solo queden saldos a vencimiento, se transferirán estos a las cuentas propias de sus entidades gestoras, de modo que todos los saldos anotados queden registrados en cuentas propias de titulares y a vencimiento.

Sobre estos saldos se aplica la redenominación, dividiendo el importe de cada saldo de valores de cada titular entre el tipo de cambio y redondeando, al alza o a la baja, al céntimo de euro más próximo. Las cifras redondeadas no se liquidan en efectivo, sino que se desprecian. Se ejecuta, por tanto, una operación de conversión por entidad y por código-valor, sobre el saldo global de su cuenta propia y la de sus terceros.

A su vez, cada entidad gestora realiza la conversión de los saldos de deuda anotados en su Registro de Terceros, redondeando al céntimo de euro cada una de las anotaciones. La gestora comunica entonces a la Central el perfil de su cuenta de terceros, ya redenominada, y el importe resultante le es adeudado a cada gestora en su cuenta propia y abonado en la de terceros, reconstruyéndose también la estructura de esos saldos entre tenencias en *repo* y a vencimiento.

Normalmente, el saldo que resulte en la cuenta propia de la gestora no coincidirá exactamente con el que se obtendría de redenominar directamente su saldo a nombre propio (12). Esa discrepancia se resolverá adeudando o abonando la Central los céntimos necesarios en cada cuenta propia. Cuando se trate de entidades gestoras que no son titulares de cuentas, el adeudo o abono de la Central será el necesario para devolver a cero ese saldo.

Además de la transformación de las cuentas de valores, el STMD convertirá a euros las operaciones a plazo y las simultáneas contratadas entre titulares antes del día de la redenominación, cuyo vencimiento sea posterior a él, así como las contratadas con terceros, que se le comunican a efectos informativos. No obstante, si se determinaran con antelación las características de la conversión, y, en particular, si se conociera anticipadamente el tipo de cambio irreversible peseta/euro, el STMD podría establecer una fecha anterior a la de la redenominación, a partir de la cual todas las operaciones a plazo que se contratasen con fecha de liqui-

(11) O, más bien, la víspera, cuando la Central de Anotaciones inicie los procesos con fecha-valor del día de la redenominación.

(12) Ello se debe a que ese saldo procede de dar de baja del saldo total el de terceros, calculado este por la gestora como suma de cada una de las anotaciones de sus terceros, redondeadas. Puesto que la suma de cifras redondeadas no equivale al redondeo de la suma, el saldo de terceros que se ha dado de baja de la cuenta propia de la gestora no es exactamente igual al que procedía de la conversión del saldo total.

dación posterior a aquella se le comunicasen con las características de una operación ya convertida. La excepción serían las simultáneas de las que la primera operación sea antes del día de la redenominación y la segunda después, ya que el criterio de esa comunicación vendrá dado por el de la primera operación. En ese caso, será la Central la que realice la conversión de la segunda operación

Finalmente, tras la redenominación todos los saldos de deuda pública anotada estarán representados en céntimos de euro, y se podrán realizar asientos hasta por un céntimo. No obstante, el nominal unitario de los activos que se emitan en euros será el que decidan los emisores, y se elevará, con toda probabilidad, a cifras de volúmenes más razonables. La operativa en el mercado secundario habrá de hacerse por importes que sean múltiplos de los nominales unitarios a los que se emita cada valor. La única excepción, en la que será posible contratar operaciones por importes menores (*pícos*), será la operativa mediante la que, durante un cierto período de tiempo posterior a la redenominación, los terceros se desprendan de esos pícos, vendiéndolos a sus gestoras, las cuales estarán obligadas a aceptar esas operaciones, de modo que en ellas se refundan los pícos en volúmenes de importe negociable.

ANEJO V.A

CONVERSIÓN AL EURO DE LA DEUDA PÚBLICA EN CIRCULACIÓN AL COMIENZO DE LA TERCERA FASE DE LA U.M.E.

**Nota 2/1998, de 2 de febrero,
de la Oficina de Operaciones del Banco de España**

En el mes de abril de 1997, el Banco de España difundió un documento de trabajo sobre la redenominación de la deuda negociada en el mercado de deuda pública en anotaciones, como resultado de las reuniones mantenidas en el grupo de trabajo sobre dicha materia, constituido por representantes de AEBE, CECA, UNACC y el propio Banco de España.

En dicho documento se establecían, provisionalmente, las principales características del proceso de conversión al euro de la deuda anotada en la Central de Anotaciones del Banco de España, al comienzo de la Tercera Fase de la Unión Monetaria Europea, tras valorar las dos alternativas básicas que se presentan en un proceso de tal magnitud: una conversión paulatina, a lo largo de un período de tiempo más o menos largo, durante buena parte del año 1999; o, por el contrario, una conversión masiva —tipo *big bang*—, en una única fecha, a comienzos del citado año.

El grupo de trabajo se inclinaba claramente por la segunda de las opciones (conversión masiva) y, a partir de la misma, el documento continuaba planteando los diversos problemas que el proceso de redenominación presentaría para los distintos participantes en el mercado de deuda, así como para sus sistemas de negociación, registro y liquidación, y las decisiones a adoptar a efectos de una eficiente solución de los mismos.

No obstante, se constataba la necesidad de que el Tesoro, en su doble papel de Centro Normativo del Mercado y de principal emisor en el mismo, confirmara alguna de las soluciones apuntadas, cuya previa definición condicionaba todo el proceso (plazo de conversión, unidad de redenominación, procedimiento —valor a valor o por saldos individuales—, etc.).

Finalmente, en los últimos días del mes de julio de 1997 la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, tras las reuniones mantenidas con otros Tesoros Públicos en el ámbito de la Unión Europea, en los que se han tratado los aspectos técnicos del proceso y la homogeneización

del mismo, en aras de facilitar dicha tarea a los distintos mercados del área, ha resuelto respecto a las cuestiones planteadas, comunicando al grupo de trabajo sus decisiones respecto a la deuda del Estado y permitiendo la elaboración del presente documento, mucho más preciso que el precedente, en la medida en que contiene un proyecto cerrado en la mayor parte de sus puntos; en particular, los principios en los que se va a basar el proceso de conversión, los cuales quedarán normativamente respaldados en la legislación que establezca la implantación de la futura moneda única y su utilización como unidad operativa en el mercado de deuda pública en anotaciones, a partir del 1 de enero de 1999.

Con base en la legislación citada en el párrafo anterior, los distintos emisores con deuda negociada en el mercado de deuda pública en anotaciones, en ejercicio de sus respectivas competencias sobre la emisión y gestión de su deuda, deberían disponer la conversión a la nueva unidad de las emisiones registradas en pesetas en la Central de Anotaciones, de modo que la totalidad de la deuda pública negociada en el citado mercado pueda ser contratada y liquidada en euros, desde el comienzo de la Tercera Fase de la Unión Monetaria Europea.

A. Principios del proceso de conversión al euro

1. Se tratará de un proceso global, que afectará a la totalidad de las emisiones registradas en la Central de Anotaciones, cuyos emisores hayan dispuesto su conversión a euros, sin que pueda plantearse la opcionalidad del proceso para los titulares de los valores de las citadas emisiones, sean estos miembros del mercado o terceros.
2. El proceso de transformación *será masivo* y se llevará a cabo en una *única fecha*, al comienzo de la Tercera Fase de la Unión Monetaria Europea (13) (día «D», en lo sucesivo).
3. El proceso de transformación a euros se efectuará sobre los *salDOS* que mantengan todos los titulares de deuda pública en anotaciones; por tanto, no se llevará a cabo sobre los valores unitarios de cada emisión.
4. El valor (nominal) unitario de toda la deuda en circulación que se convierta pasará a ser de *un céntimo de euro*, como resultado de dividir el nominal original en pesetas por el cambio fijo e irrevocable en euros establecido para la peseta, independientemente de

(13) Salvo modificaciones imprevistas, se plantea para el primer día hábil posterior al 1 de enero de 1999.

los valores unitarios en euros que los emisores establezcan para las nuevas emisiones que lleven a cabo a partir del 1 de enero de 1999. Si se emitieran nuevos tramos de referencias redenominadas, la unidad de emisión será también un céntimo de euro. Dicho valor nominal unitario no impedirá que se alcancen acuerdos tanto para la suscripción como para la negociación en el mercado secundario de una cierta cuantía mínima (14).

5. Las características de los valores, a excepción del valor unitario —un céntimo de euro— y de la moneda —euro—, permanecerán *invariables* (tipo de interés, plazo, fecha de amortización, vencimiento de cupones periódicos, etc.), por lo que, a efectos organizativos, la Central de Anotaciones asignará nuevos códigos-valor a las emisiones redenominadas, modificando exclusivamente el último dígito de los códigos-valor de las emisiones vivas al comienzo del día «D», de la siguiente forma (15):
 - Los códigos-valor cuyo último dígito sea cero pasarán a tener el 3.
 - Los códigos-valor cuyo último dígito sea 1 pasarán a tener el 4.
 - Los códigos-valor cuyo último dígito sea 2 pasarán a tener el 5.

Al modificar solo el último dígito, únicamente significativo para la Central de Anotaciones, el código ISIN no se verá alterado.

6. Los procesos de redondeo a que dé lugar la transformación se llevarán a cabo *siempre al céntimo de euro más próximo*; es decir: si el tercer decimal está entre 0 y 4, el redondeo será por defecto; y, si dicho tercer decimal se encuentra entre 5 y 9, será por exceso.
7. En *ningún caso se producirán liquidaciones en efectivo* como consecuencia del redondeo señalado anteriormente.
8. La conversión a euros se llevará a cabo exclusivamente *sobre saldos a vencimiento* —libres o bloqueados— registrados en las cuentas de los miembros del mercado —titulares de cuenta y entidades gestoras—.

(14) No obstante, en aquellas emisiones que recojan condiciones de amortización proporcional el valor unitario en euros será el mínimo que permita cumplir las condiciones de amortización proporcional establecida. Este caso especial se trata en el epígrafe F.

(15) Falta por conocer si la Agencia Estatal de Codificación confirma esta composición de los códigos-valor.

9. La limitación anterior no afectará a la operatoria con terceros; por tanto, los miembros del mercado *podrán realizar «repos» con sus clientes* con fecha de vencimiento posterior al día «D».
10. Los *repos* citados en el punto anterior serán redenominados necesariamente bajo el principio de *continuidad de los contratos*; es decir, la entidad contratante liquidará al vencimiento del *repo*, cuando este se produzca en fechas posteriores al día «D», exactamente el efectivo pactado. El colateral afecto al compromiso de recompra se redenominará en la cuenta de las entidades gestoras, que cubrirá el importe de los *repos* con terceros redenominados, según se describe en el epígrafe c) siguiente.
11. En el caso de las entidades gestoras, el proceso de redondeo por redenominación se llevará a cabo *separadamente* sobre el saldo de las cuentas a nombre propio y de las cuentas de terceros, sin compensación alguna de los redondeos que puedan producirse en cada una de las citadas cuentas.
12. Los emisores con deuda negociada en el mercado de deuda pública en anotaciones *cubrirán el incremento de sus saldos en circulación en dicho mercado* (16), como consecuencia de la redenominación, en aquellos importes de céntimos de euro necesarios para cubrir el redondeo, tanto de los saldos de las cuentas a nombre propio de los miembros del mercado como de los saldos individuales de terceros.

Por contra, cuando el efecto del redondeo de los saldos de terceros genere céntimos de euro a favor de entidades gestoras sin cuenta propia en la Central de Anotaciones (agencias de valores y Servicio de Cuentas Directas) o sin saldo en la cuenta propia, la Central de Anotaciones dará de baja («amortizará») dichos céntimos, de modo que las citadas entidades no presenten saldos por cuenta propia.

B. Aspectos operativos previos

1. La conversión a euros de la deuda pública se llevará a cabo, *exclusivamente*, sobre los saldos *a vencimiento* —libres o bloquea-

(16) En un proceso como el previsto: «de abajo arriba» y por saldos individuales, los emisores se van a encontrar con que el resultado final de la redenominación a euros de su deuda en circulación va a ser distinto de la pura aplicación mecánica del tipo de cambio peseta/euro al total nominal admitido a negociación en el mercado de deuda pública en anotaciones.

dos— existentes en las cuentas de los miembros del mercado de deuda —titulares de cuenta y entidades gestoras— a inicio del día «D».

2. Para alcanzar la situación anterior, los miembros del mercado deberán abstenerse de *contratar entre ellos* operaciones de venta con pacto de recompra (*repos*) cuya fecha de retrocesión rebase la del día «D». Esta limitación a la operativa *repo* entre titulares de cuentas ya se encuentra en vigor, y fue puesta en conocimiento de los miembros del mercado en la Comunicación 7/97 de la Central de Anotaciones, remitida el pasado 9 de julio.
3. *La restricción operativa anterior no regirá para la operatoria con terceros*. Por tanto, los miembros del mercado podrán seguir instrumentando su operatoria con la clientela mediante *repos* con fecha de recompra posterior al día «D». No obstante, las entidades gestoras deberán dar de baja las anotaciones por saldos temporales existentes en su Registro de Terceros con fecha-valor día «D», en la forma que más adelante se señala.
4. Situación de las operaciones a plazo y simultáneas:
 - 4.1. Si con antelación a la fecha prevista para la conversión se determinan los nuevos códigos-valor para los valores expresados en céntimos de euro y su correspondencia con los antiguos denominados en pesetas y, además, se conoce el cambio irrevocable de pesetas/euro, el STMD podrá establecer una fecha, anterior al día «D», a partir de la cual las operaciones de compraventa simple a plazo contratadas entre miembros del mercado, con fecha de ejecución igual o posterior al día «D», deberán ser comunicadas al STMD con todas las características de la operación convertida; es decir, código-valor nuevo, nominal en céntimos de euro y efectivo en euros.
 - 4.2. La misma solución a la descrita en el punto anterior se adoptará para las compraventas simples al contado, cuya fecha de liquidación sea igual o posterior al día «D» y su contratación se haya producido con anterioridad a esta fecha (17).

(17) Los puntos anteriores implicarán que la contratación en el mercado, a partir del momento en que quede definitivamente establecida la fecha del día «D» y los códigos-valor de la deuda convertida a euros, debería comenzarse a realizar teniendo en cuenta ambas circunstancias en aquellas operaciones cuya fecha de ejecución sea igual o posterior al día «D»; particularmente, en los sistemas de negociación centralizada, tales como las redes de «MEDAS», el Sistema Bursátil, etc.

- 4.3. En las operaciones dobles simultáneas, como quiera que tienen la consideración de una única operación cuando se comunican al STMD, el criterio respecto a dicha comunicación vendrá dado por la primera transacción —compraventa inicial—, normalmente al contado.
 - 4.3.1. Si dicha compraventa inicial se va a ejecutar con anterioridad al día «D», todos los datos de la simultánea —primera y segunda operación— se comunicarán con el código-valor antiguo, el nominal en pesetas y los efectivos de ida y de vuelta en pesetas. Si la fecha de ejecución de la operación de vuelta es igual o posterior al día «D», será el Banco de España el que proceda a su conversión a euros en la forma descrita en el punto siguiente.
 - 4.3.2. En caso contrario —es decir, si la compraventa inicial de la simultánea tiene fecha de ejecución igual o posterior al día «D»—, todos los datos de la operación se comunicarán al STMD convertidos con el código-valor nuevo, el nominal en céntimos de euro y los efectivos de ida y de vuelta en euros.
- 4.4. Si hubiera operaciones a plazo comunicadas en pesetas al STMD en fechas anteriores al día «D», y pendientes de ejecución en la citada fecha, el Banco de España procederá a convertirlas a euros. Igualmente actuará con las operaciones de «vuelta» de las simultáneas descritas en el punto 4.3.1 anterior. *Esta conversión se realizará aplicando el cambio peseta/euro a los nominales pendientes de ejecución y redondeando en la forma prevista en el principio 6 anterior*; igualmente, se aplicará el cambio a los efectivos pendientes de liquidación, para que queden expresados en euros con dos decimales.
5. Deberá modificarse la definición de los campos de *efectivo* de la aplicación que gestiona la Central de Anotaciones, para que admita el tratamiento de céntimos. Esta modificación va a afectar a todas las pantallas y listados que incluyan información sobre efectivo de operaciones, ya sean estas entre miembros o con terceros, así como a los campos de efectivo de la cinta semanal de las entidades gestoras.
6. Para simplificar los procesos de conversión de la deuda pública, la Central de Anotaciones no realizará operaciones de bloqueo o

desbloqueo con fecha-valor del día «D». Igualmente, debería evitarse que coincidan en este día pagos de cupón, emisiones o amortizaciones.

C. El proceso de «redenominación»

1. En la tarde del día «D-1», concluidos los procesos de cierre de dicha fecha-valor, se iniciarán los procesos valor día «D» con el vencimiento de todos los *repos* concertados por los miembros del mercado *por cuenta propia* con fecha de retrocesión día «D». En la medida en que no existirán *repos* vivos a fechas posteriores, en virtud de la restricción citada anteriormente en el apartado B.2, tras el vencimiento y liquidación de dichos vencimientos, todas las cuentas propias en la Central de Anotaciones presentarán saldos a vencimiento, exclusivamente —libres o bloqueados—.
2. Simultáneamente, la Central de Anotaciones hará vencer todos los saldos de terceros afectos por compromisos de recompra, sea cual sea la fecha de vencimiento de dichos compromisos. Como consecuencia de dicho vencimiento *masivo y automático*, con su consiguiente asiento en las cuentas propias de las entidades gestoras, las cuentas de terceros de estas últimas presentarán, exclusivamente, saldos a vencimiento —asimismo, libres o bloqueados—, adquiridos mediante suscripción o compra —simple o simultánea—.
3. A continuación, se traspasarán a las cuentas propias de las entidades gestoras, en la forma señalada en el punto 4.1 siguiente, los saldos a vencimiento de las cuentas de terceros resultantes de la operatoria anterior, con lo cual la totalidad de la deuda registrada en la Central de Anotaciones, a comienzo de la fecha-valor día «D», se encontrará asentada en las *cuentas propias* de los miembros del mercado —titulares de cuenta y entidades gestoras— en forma de saldos a vencimiento.
4. Con las cuentas de valores en esta situación, se llevará a cabo el proceso de conversión al euro («redenominación»):
 - 4.1. Para cada código-valor se sumarán los saldos libres y bloqueados de las cuentas propias y de terceros.
 - 4.2. El importe nominal resultante de la suma anterior se dividirá por el tipo de cambio y se redondeará a la unidad de céntimo de euro más próximo. La operación de redon-

deo, que, como máximo, podrá suponer cinco milésimas de euro, *no dará lugar a liquidación de efectivos*.

4.3. Se cancelarán los saldos de las cuentas de valores denominadas en pesetas y se abonarán los importes nominales redenominados, calculados de la forma descrita en el punto anterior, en las cuentas de valores a nombre propio representativas de los valores denominados en euros —con nuevos códigos-valor—.

5. La Central de Anotaciones lleva registrados los saldos bloqueados por cuenta propia y de terceros de manera individual. Por este motivo, podrán redenominarse los importes bloqueados y generar, de *manera automática*, los bloqueos en los nuevos códigos-valor expresados en céntimos de euro.

Para ello, la Central de Anotaciones operará con el nominal afectado en cada certificado de inmovilización, dividiéndolo por el convertidor y redondeándolo a la unidad de céntimo de euro más próxima. A continuación, generará automáticamente las nuevas órdenes de bloqueo por los importes nominales en céntimos de euro calculados para los nuevos códigos-valor.

6. Los bloqueos generados en los nuevos códigos-valor denominados en euros llevarán el mismo número de certificado de inmovilización que los expedidos con los códigos-valor expresados en pesetas. En principio, no se emitirán nuevos certificados de inmovilización (18).

7. Igualmente, y de forma paralela al proceso de redenominación de la Central de Anotaciones, el STMD convertirá de forma automática las operaciones a plazo o simultáneas contratadas entre titulares de cuentas antes del día «D», y cuyo vencimiento sea igual o posterior a dicho día.

Para ello, en cada operación cambiará el código-valor por el correspondiente denominado en euros, dividirá el nominal en pesetas por el convertidor y *redondeará a la unidad de céntimo de euro más próxima*. De igual forma, se procederá a convertir el efectivo de estas operaciones, para que quede expresado en euros.

Este proceso se efectuará también en las operaciones a plazo o simultáneas contratadas con terceros, que se comunican al STMD a efectos informativos.

(18) Pendiente del dictamen jurídico.

8. A partir de este momento, las cuentas propias de las entidades —titulares o gestoras— quedarán con los saldos de valores expresados en céntimos de euro, calculados en la forma detallada en los apartados anteriores. Las entidades gestoras deberán iniciar la comunicación del perfil de su cuenta de terceros por los saldos vivos al día «D». Esta comunicación dará lugar a los correspondientes adeudos en su cuenta propia.

En esta sesión, y con carácter excepcional, *la comunicación de las variaciones de las cuentas de terceros recogerán, exclusivamente, los movimientos relativos a los registros de terceros vivos el día «D» —repo o a vencimiento— que han sido redenominados*; es decir, sin incluir las operaciones nuevas valor día «D», que serán comunicadas en la forma descrita en el punto siguiente. Deberá tenerse en cuenta que las variaciones a vencimiento de cada cuenta de terceros tienen que incluir los importes nominales de los registros por bloqueo redenominados, ya que la Central de Anotaciones solo va a generar las nuevas órdenes de bloqueo.

Una vez recibidas las variaciones de la cuenta de terceros, definidas en el párrafo anterior, la Central de Anotaciones comprobará qué cuentas de valores propias y qué entidades sin cuenta propia —agencias de valores— presentan desajustes positivos o negativos como consecuencia de la conversión de sus saldos de terceros. A continuación, se emitirán o amortizarán los céntimos necesarios para cancelar dichos desajustes.

9. Con carácter excepcional, los movimientos de las cuentas de terceros provocados por las *nuevas operaciones de fecha-valor «D»*, se comunicarán en este día *a través del proceso de operaciones de terceros valor día*. Dado el carácter de excepcionalidad de esta sesión en el día «D», se autorizará la comunicación de las operaciones agrupadas por vencimientos, así como la inclusión en dichas variaciones de operaciones menores del mínimo establecido en el STMD (actualmente, 50 millones de pesetas).
10. Como consecuencia de efectuarse la conversión a euros de los nominales en pesetas por el procedimiento de redondeo a la unidad de céntimo de euro más próxima, pueden presentarse desajustes entre el saldo global convertido en la cuenta propia de cada entidad gestora y las operaciones de terceros convertidas que formaban parte de dicho saldo global. De igual manera, la conversión de las operaciones entre miembros del mercado pendientes de liquidación, a plazo o simultáneas, puede

provocar en el día pactado para su ejecución situaciones de exceso o escasez de saldo en las cuentas para hacer frente a los vencimientos. Aunque estos desajustes se materializarían en importes muy pequeños —céntimos de euro de deuda—, el elevado número de descubiertos que pueden provocar en las liquidaciones de la Central de Anotaciones aconseja que se prevean sus consecuencias y los posibles métodos para minimizarlas.

- 10.1. En primer lugar, se trata de los desajustes provocados por la conversión de los saldos de terceros de las entidades gestoras, que pueden ocasionar diferencias de céntimos de euro, positivas o negativas, en las cuentas propias de estas entidades. Como se ha dicho en el apartado C.4 anterior, la Central de Anotaciones va a realizar una sola operación de conversión, por entidad y código-valor, sobre el saldo global de las cuentas propia y de terceros. La operación de conversión dará lugar a un nuevo saldo de deuda expresado en céntimos de euro, que será anotado en la cuenta propia de cada entidad. A continuación, la entidad deberá realizar la conversión de los saldos de deuda anotados en su Registro de Terceros, redondeando a la unidad de céntimo de euro más próxima cada una de las anotaciones. La suma de estas anotaciones convertidas conformarán los traspasos a la cuenta de terceros, que, al adeudarse en la cuenta propia, darán lugar a desajustes positivos o negativos de céntimos de euro.

Para eliminar dichos desajustes, la Central de Anotaciones calculará el importe que habría resultado de redenominar y redondear a céntimos de euro, exclusivamente, el saldo de las cuentas propias; a continuación, se comparará este importe con el saldo real que presentan dichas cuentas después de asentar los movimientos hacia las cuentas de terceros. Las diferencias positivas o negativas, que corresponderán a los desajustes por la redenominación de terceros, se eliminarán mediante el adeudo o abono, respectivamente, de los céntimos de euro necesarios en cada cuenta propia.

- 10.2. Una situación similar presentan las entidades gestoras que, por ser agencias de valores —igual que Banco de España-Cuentas Directas—, no disponen de cuenta propia que soporte los desajustes del redondeo. En estos casos, siguiendo el criterio del punto anterior, se efec-

tuará una compensación de los desajustes positivos y negativos *mediante el adeudo o abono, respectivamente, de los céntimos de euro necesarios para cancelarlo.*

- 10.3. En ningún caso, como resultado de las emisiones/amortizaciones necesarias para atender los ajustes descritos en los apartados 10.1 y 10.2 anteriores, podrán producirse compensaciones entre códigos-valor distintos.
11. Otra consecuencia de los redondeos es la referida a los posibles descubiertos provocados por la conversión de las operaciones a plazo o simultáneas pendientes de vencimiento. En esta ocasión, los desajustes, que se pondrán de manifiesto en las fechas previstas para la liquidación de las operaciones (19), *tendrán que ser soportados por los saldos de las cuentas propias.* El Banco de España promoverá entre los miembros del mercado de deuda un acuerdo general que resuelva dichas incidencias (bien mediante la aportación de los céntimos necesarios, en forma parecida al vigente procedimiento de provisión de valores, bien mediante una renuncia general de los operadores a reclamar un céntimo de euro a su contrapartida, en los casos en que el redondeo les resulte favorable).

D. El proceso de redenominación en el Registro de Terceros

1. La primera anotación que llevarán a cabo las entidades gestoras en su Registro de Terceros, con fecha-valor «D», será la baja automática por las operaciones *repo* contratadas con terceros que vencen en ese día.
2. Una vez anotadas dichas bajas, todos los registros vivos que figuren en el Registro de Terceros solo podrán ser de alguno de los tipos siguientes:
 - 2.1. *Saldos disponibles temporalmente* por operaciones *repo* con fecha de vencimiento posterior al día «D».

(19) Posiciones a plazo cerradas con anterioridad al día «D» pueden dar lugar a descubiertos de céntimos, en las cuentas de valores, el día pactado para la ejecución de las compraventas a plazo (o segunda parte de una simultánea), por no coincidir exactamente el *número* de operaciones de cobertura con el número de operaciones de ventas a plazo a ejecutar, aun coincidiendo el nominal de las transacciones (como ejemplo, puede pensarse en la situación de un operador que ha cubierto dos operaciones de venta a plazo de 100 millones de pesetas nominales cada una, con una única compra a plazo, concertada para el mismo día, por valor de 200 millones de pesetas; si el cambio peseta/euro es, p. e., de 166,253, el operador se encontrará, en la fecha de vencimiento de las operaciones, con que tiene que hacer frente a un descubierto de un céntimo de euro).

- 2.2. Saldos *disponibles hasta la amortización* —a vencimiento— por operaciones de suscripción y compraventa simple o simultánea.
- 2.3. Saldos *inmovilizados* en la Central de Anotaciones.
3. Las entidades gestoras procederán a anotar bajas por red denominación a *todos los registros vivos* detallados en el punto anterior, mediante el código especial de *operación de baja 51*.
4. Dicho código de operación de baja por red denominación tendrá las características siguientes:
 - 4.1. Fecha-valor y fecha de contratación igual al día «D».
 - 4.2. Nominal de baja, en pesetas, igual al nominal del alta que se está cancelando.
 - 4.3. Efectivo de baja, en pesetas, igual al nominal de baja.

NO SERÁ NECESARIO COMUNICAR EN LA CINTA SEMANAL ESTAS OPERACIONES DE BAJA POR REDENOMINACIÓN.

5. Simultáneamente, por cada uno de los registros vivos dados de baja se anotarán altas por red denominación en los nuevos códigos-valor expresados en euros, *con el código especial de operación de alta 51*, y fecha-valor igual al día «D».
6. El contenido de los registros de alta por red denominación se obtendrá de acuerdo con las reglas siguientes:
 - 6.1. Altas procedentes de operaciones *repo* vivas.
 - Nominal, en céntimos de euro, obtenido al dividir el nominal en pesetas del alta original por el convertidor, y *redondeado a la unidad de céntimo de euro más próxima* (principio 6).
 - Efectivo del alta, en euros, equivalente al efectivo en pesetas del alta original, obtenido al dividir este por el convertidor peseta/euro.
 - Fecha de recompra y, en su caso, tipo de interés iguales a los del alta original.
 - Efectivo de recompra, en euros, equivalente al efectivo de recompra del alta original, calculado igual que el efectivo anterior.

- 6.2. Altas procedentes de operaciones que generan saldos a vencimiento, libres o bloqueados.
- Nominal, en céntimos de euro, obtenido al dividir el nominal en pesetas del alta original por el convertidor, y *redondeado a la unidad de céntimo de euro más próxima*.
 - Efectivo del alta, en euros, equivalente al efectivo en pesetas del alta original, obtenido al dividir este por el convertidor pesetas/euro.
7. Las operaciones de alta señaladas en el punto anterior (a vencimiento) serán justificadas mediante la expedición del oportuno resguardo con las nuevas características de la deuda redenominada (nominal en céntimos de euro) (20).
8. Una vez anotadas en el Registro de Terceros las altas por redenominación, se procederá a efectuar las anotaciones de baja y alta por inmovilización, en la forma habitual, de aquellos registros en céntimos de euro que procedan de registros en pesetas que estuvieran inmovilizados en la Central de Anotaciones antes del día «D».
9. A partir de este momento, las entidades gestoras podrán iniciar la anotación de las nuevas operaciones de fecha-valor «D», en los nuevos códigos-valor denominados en céntimos de euro.

E. Negociación y liquidación después de la redenominación

Una vez concluido el proceso de redenominación, de acuerdo con los pasos detallados en los puntos anteriores, nos encontramos con toda la deuda pública incluida en la Central de Anotaciones registrada en cuentas de valores, propias o de terceros, que expresan sus saldos en céntimos de euro y que pueden admitir adeudos o abonos, igualmente, en céntimos de euro. No obstante, la Dirección General del Tesoro y el resto de los emisores habrán acordado, con antelación al día «D», el nominal unitario de los activos que pongan en circulación a partir de este día; por ejemplo, y como dato simplemente indicativo, 10.000 euros para las letras del Tesoro y 100 euros para los bonos y obligaciones del Estado. Estos nuevos valores nominales unitarios expresados en céntimos de

(20) No parece necesaria la exigencia de expedir resguardos para las operaciones *repo*, a pesar de su redenominación, toda vez que, como se ha señalado, al no generar liquidaciones en efectivo, el tercero no va a verse afectado en términos financieros.

euro serán tomados como referencia para las operaciones que se contraen desde el día «D», de forma que dichas operaciones tendrán que referirse a nominales de deuda que sean múltiplos de los nuevos nominales unitarios, aunque los valores objeto de las futuras contrataciones provengan del proceso de redenominación y, por tanto, estén reflejados en céntimos de euro.

En las operaciones contratadas entre miembros del mercado, esta condición vendrá impuesta por la determinación de nuevos importes mínimos de comunicación de operaciones al STMD. No obstante, las entidades deberán tener presente que, después de la redenominación, la unidad de registro será el céntimo de euro en todas las cuentas de valores de la Central de Anotaciones, ya sean activos redenominados o de nueva emisión. En consecuencia, *todas las comunicaciones para liquidación de operaciones reflejarán el nominal en unidades de céntimo de euro, y el efectivo, en su caso, en unidades de euro con dos decimales.*

En la operativa con terceros tendrá que exigirse que los importes nominales contratados en las compraventas sean múltiplos de los nominales unitarios acordados (21), aunque deberá establecerse un período de tiempo durante el cual las entidades gestoras estén obligadas a admitir las órdenes de venta de sus clientes, por importes que no sean múltiplos de dichos nominales unitarios, *siempre que dichas ventas sirvan para eliminar los «picos» (no múltiplos de los nuevos nominales unitarios) en las anotaciones de su Registro de Terceros.*

F. Emisiones con amortizaciones proporcionales

Actualmente, están incluidas en la Central de Anotaciones siete emisiones de deuda que incorporan la característica de la amortización por reducción proporcional del nominal unitario: una con reducción del 25 % y la primera amortización en el año 1998, cinco con reducción del 33 % y otra con reducción del 25 %. Teniendo en cuenta que uno de los principios generales del proceso de redenominación es el mantenimiento de las condiciones de la deuda en circulación, se hace imposible con estas emisiones efectuar la conversión utilizando como unidad inferior de redondeo el céntimo de euro. En la primera de las emisiones señaladas es necesario que el nominal unitario mínimo sea de tres céntimos de euro; en las cinco emisiones con reducción del 33 %, de un euro; y en la última, de cuatro céntimos de euro.

(21) Muy probablemente, los nuevos nominales unitarios para la deuda del Tesoro serán: bonos y obligaciones del Estado, 100 euros; letras del Tesoro, 10.000 euros.

Por otra parte, el proceso general de redenominación está siendo desarrollado de forma que los redondeos se efectúen a la unidad de emisión más próxima, para evitar la liquidación en efectivo de «picos», lo que, aplicado a estas emisiones, conlleva realizar redondeos de cierta magnitud —hasta de un euro en el caso de las emisiones con reducción del 33 %—. La alternativa de tratar estas emisiones de manera diferente al resto de la deuda puede implicar un desarrollo informático muy costoso, máxime teniendo en cuenta el reducido número de entidades implicadas.

Por este motivo, es aconsejable efectuar la redenominación de las emisiones con amortización proporcional por el sistema general aplicado al resto de las emisiones incluidas en la Central de Anotaciones, es decir, sin liquidación de efectivo y redondeando a la unidad mínima de emisión necesaria. Esta alternativa implica, en algunos casos, que las cantidades redondeadas puedan llegar a alcanzar valores de hasta un euro. La solución definitiva adoptada por los emisores afectados será establecida en sus respectivos acuerdos de redenominación y comunicada a los miembros del mercado

VI

NORMATIVA LEGAL

IGNACIO IGLESIAS ARAÚZO

VI.1. Introducción

En los últimos treinta años, el sistema financiero español ha experimentado cambios muy profundos, hasta alcanzar el grado de desarrollo que presenta en la actualidad. En buena medida, los sistemas normativos son producto de su propia evolución, lo que obliga en muchas ocasiones a remontarse a las razones que hicieron aparecer determinada disposición para comprender su finalidad y justificación. El actual mercado de deuda pública no es, ni mucho menos, ajeno al proceso de evolución que lo ha producido; de hecho, la razón de algunos de sus aspectos más característicos debe buscarse en las posibilidades que existían de dar solución a determinados problemas que se plantearon en momentos concretos, respetando la legislación entonces vigente. Esta es la razón de la inclusión de un primer apartado en este capítulo que recoja los distintos momentos históricos del mercado de deuda pública, y que describa la inspiración de la normativa vigente en la actualidad.

Por otra parte, también puede resultar interesante la caracterización de la actuación de las distintas autoridades del mercado, ya que diversos organismos públicos tienen atribuidas funciones normativas, administrativas, de inspección, disciplinarias o jurisdiccionales sobre la emisión, negociación y registro de la deuda pública. Por ello, se dedica el segundo apartado a la descripción del papel desempeñado por distintas instituciones de derecho público en el mercado.

Finalmente, se dedica la tercera parte a explorar sucintamente las distintas relaciones jurídicas, de derecho privado o de derecho público, que surgen entre los participantes del mercado. Además de realizar una reseña del régimen jurídico de los valores anotados, este último apartado

destacará algunos aspectos jurídicos de la transmisión de los valores, de su sistema de registro, de los miembros del mercado y otros participantes, del papel de los valores en los procedimientos concursales y de la normativa aplicable al mercado de deuda pública.

VI.2. El marco legal del mercado

VI.2.1. Evolución histórica del mercado de deuda pública anotada

En este apartado se ha optado por dividir el proceso de evolución del mercado en cinco epígrafes. El primero de ellos se refiere, principalmente, al sistema de registro y negociación de pagarés del Tesoro anotados en cuenta. El segundo recoge algunos de los aspectos generales del Real Decreto 505/1987, por el que se creó la Central de Anotaciones en Cuenta. El tercer epígrafe se ocupa de las normas introducidas en el mercado de deuda pública por la Ley 24/1988, del Mercado de Valores. El cuarto epígrafe se dedica a aquellos aspectos de la Directiva de Servicios de Inversión que han introducido la necesidad de una reforma del marco normativo del mercado de deuda pública. Por último, en el quinto epígrafe se apuntan las líneas maestras que parece que va a tener dicha reforma, a la vista del Proyecto de Reforma de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, publicado en el *Boletín Oficial de las Cortes Generales* el 12 de febrero de 1997.

VI.2.1.1. De la deuda pignorable al mercado de pagarés del Tesoro

La actual regulación es el resultado de las novedades incluidas, principalmente, por la Ley 11/1977, de 4 de enero, General Presupuestaria, y por la Constitución Española. La Constitución Española recoge, en el punto primero de su artículo 135, el principio de legalidad en la emisión de deuda pública y, en general, en el endeudamiento del Estado. En virtud de dicho principio, el Gobierno no puede endeudarse sin estar autorizado a ello por medio de una disposición con rango de ley. El punto segundo del mismo artículo establece una garantía para los acreedores y prestamistas del Estado, al prescribirse que los créditos para disponer el abono de intereses y principal se entienden siempre incluidos en el estado de gastos y presupuestos, y que no pueden ser objeto de modificación. En esta disposición está implícito el compromiso del Estado de no repudiar la deuda pública y de realizar los pagos correspondientes a los intereses.

Por su parte, la Ley 11/1977, General Presupuestaria recogió las líneas generales de la política de gastos e ingresos del Estado, y las condiciones y modalidades de endeudamiento público. Esta Ley, que ha sido

derogada por el Real Decreto Legislativo 1091/1988, de Texto Refundido de la Ley General Presupuestaria, presenta un encuadramiento jurídico poco claro, compartiendo el nuevo texto refundido las mismas contradicciones. Ambas tratan de definir el marco básico de la programación presupuestaria, aunque no parecen tener capacidad para ello, toda vez que las leyes de presupuestos de cada año, al ser disposiciones de su mismo rango, podrían contradecir en todo o en parte sus articulados, como se señala en Olarra y Martínez (1982).

La Ley General Presupuestaria contribuyó en forma importante a la clarificación del panorama de emisión de la deuda pública en España. Además de distinguir entre deuda exterior y deuda interior, realizó dentro de esta última la distinción entre deuda del Tesoro y deuda del Estado (1). Dentro de la primera, se incluyeron tanto las emisiones destinadas a atender desfases entre ingresos y gastos del Tesoro como los activos destinados a ser instrumentos de política monetaria, estableciendo como límite máximo de su plazo de reembolso los 18 meses. La deuda del Estado, por su parte, se definió como aquella destinada a la financiación del gasto público, imponiéndosele un plazo de reembolso mayor a los 18 meses. Estas definiciones, que han desaparecido en el actual Texto Refundido de la Ley General Presupuestaria, están implícitas en las definiciones de los pagarés y las letras del Tesoro, y de los bonos y las obligaciones del Estado.

Entre las novedades referidas a la deuda pública que incluía la Ley General Presupuestaria de 1977 se encontraba la posibilidad de representación de los valores mediante anotaciones en cuenta, recogida en el punto tercero de su artículo 102. Esta posibilidad aparece también en la Ley 1/1979, de Presupuestos para 1979, y en la Ley 42/1979, de Presupuestos para 1980, aun cuando en ninguno de los dos años se produjeron emisiones representadas de forma distinta a los títulos-valores. Sería en 1981, y al amparo de la Ley 74/1980, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales para 1981, cuando se produciría la primera emisión de deuda representada en anotaciones en cuenta, bajo la forma de pagarés del Tesoro.

A principios de los ochenta, se presentaba una serie de obstáculos jurídicos que debían ser superados si se pretendía la implantación de un mercado de deuda pública maduro. Por una parte, existía en aquel momento la obligación de que la transmisión de efectos públicos se realizase mediante intervención de corredor de comercio o de agente colegiado

(1) Como se recoge en Ortega (1983), esta distinción se hizo por primera vez en 1851, y se refería a la deuda a menos de cinco años (deuda del Tesoro) y a la deuda a más de cinco años (deuda del Estado). Desde entonces, se ha venido denominando deuda del Tesoro a la deuda a corto plazo y deuda del Estado a la deuda a largo plazo.

incluso cuando se trataba de efectos emitidos al portador, lo que restaba agilidad al mercado. Por otra parte, existía una prohibición general de operar a plazo en las Bolsas de Valores, lo que impedía el negocio de operaciones dobles, como se verá más adelante. También se carecía de un régimen legal específico para los valores representados por anotaciones en cuenta, no cuadrando perfectamente el régimen de los títulos-valores para regular los valores anotados. Se trataba, además, de aprovechar, en la medida de lo posible, el desarrollo imprimido al sistema financiero hasta entonces, lo que implicaba no desatender los ámbitos extrabursátiles de negociación que se habían desarrollado (2).

Respecto al primero de los aspectos, la necesidad de fedatario público para la transmisión de los valores de deuda pública, el régimen jurídico vigente entonces prescribía que la transmisión de valores y efectos públicos debía producirse mediante corredor de comercio o agente colegiado, aun cuando fuesen al portador. La disposición, vigente por el Decreto de 14 de diciembre de 1951, provenía del Decreto de 19 de septiembre de 1936, que establecía una serie de medidas urgentes por la guerra recién comenzada. En su momento, la obligatoriedad de intervención de fedatario público en la transmisión de efectos públicos supuso una quiebra del principio general de los títulos-valores: siendo la finalidad principal de estos la incorporación de derechos de crédito a los documentos, de forma que la mera transmisión legítima del documento implique la transmisión del derecho, no era razonable, sobre todo en el caso de los valores al portador, establecer un requisito formal que reputara nulas las transmisiones no intervenidas. La introducción de una disposición contraria a los principios generales era descrita en la propia ley como una medida provisional, que intentaba impedir las transmisiones forzadas de títulos-valores durante la Guerra Civil.

A pesar de su vocación de provisionalidad, la disposición se había mantenido más de cuarenta años vigente, quizá porque producía ciertos efectos que resultaban interesantes para las autoridades: por una parte, las transmisiones de valores se dejaban en manos de los fedatarios públicos y agentes colegiados, lo que redundaba en una mayor seguridad jurídica en el tráfico; por otra parte, se facilitaba el control fiscal de los valores, lo que no hubiera sido tarea fácil de no estar obligada la intervención. Con el tiempo, la intervención obligatoria de fedatario público en las transmisiones de efectos públicos se convirtió en una característica propia del derecho de los valores en España, que en cierta medida ha perdurado hasta la actualidad. Sobre las razones que justificaron la permanencia de la intervención de fedatario público, véanse, por ejemplo, Jiménez Sánchez (1987) y Sánchez Calero (1987).

(2) Esto es, los mercados interbancarios de certificados de depósito en el Banco de España, de préstamos y de bonos del Tesoro.

Así que, cuando a finales de los años setenta se empieza a configurar el mercado de deuda pública, una de las cuestiones que se debían revisar era precisamente la intervención obligatoria de fedatario público.

En cuanto al segundo de los aspectos problemáticos, las limitaciones que presentaba el mercado bursátil, y centrandolo en la prohibición de operar a plazo, fue la Ley de 23 de febrero de 1940, de reapertura de las Bolsas de Valores, la que estableció el veto a las operaciones a plazo de cualquier tipo contratadas en las Bolsas. La prohibición se interpretó, además, de forma extensiva, sobre todo porque la sanción establecida por el incumplimiento de la norma, además de la nulidad de la operación, era el cese en sus derechos profesionales del agente mediador que la autorizase. Así, además de a las operaciones en las que se producía un efectivo descubierto, y en las que, por tanto, sí era posible la especulación, la prohibición alcanzó a las operaciones denominadas de *reporte financiero* (3), antecedente histórico español de las operaciones *repo* actuales.

Con posterioridad, el Decreto-Ley de 23 de febrero de 1964 admitió la posibilidad de que se realizasen operaciones a plazo en las Bolsas, siempre y cuando lo autorizase el Ministro de Economía y Comercio. La interpretación que se dio a esta norma fue restrictiva, ya que se entendió que se exigía autorización ministerial para cada una de las operaciones dobles contratadas, lo que mantuvo *de facto* la prohibición.

Por otra parte, a partir de 1980 se había desarrollado un importante mercado interbancario de operaciones dobles alrededor de la negociación de bonos del Tesoro y de certificados del Banco de España, relacionado con la distribución de la liquidez del sistema. Los *repos* interbancarios no estaban afectados por las prohibiciones del ámbito bursátil, teniendo base su régimen jurídico en la aceptación de las condiciones propuestas por el Banco de España a los miembros del mercado. En este mercado se desarrolló una operación similar al *reporte financiero*, con la particularidad de que sí era posible vender un valor adquirido temporalmente, pero solo si se hacía también temporalmente, y dentro del plazo de tenencia temporal. En el momento de la emisión de los pagarés del Tesoro, coexistían las prohibiciones bursátiles para realizar operaciones dobles con un mercado interbancario que había hecho de ellas un instrumento habitual.

(3) Estas operaciones, que eran conocidas como *operaciones dobles* o *doblas*, consistían en la venta de un valor en garantía de un crédito que se recibía, comprometiéndose el comprador a revender dicho valor a su primer propietario transcurrido un plazo, y a mantenerlo en su cartera únicamente como garantía del crédito otorgado, sin disponer, por tanto, de él. Las operaciones de *reporte financiero* proporcionaban un excelente medio de financiación de posiciones en la Bolsa, en una época en la que los bancos prestaban con garantía de valores entre la quinta y la tercera parte de su valor, como máximo. Para más información sobre ellas, véase Zurita (1987).

El tercero de los asuntos en los que se presentaban algunos problemas era el régimen aplicable a los valores representados por anotaciones en cuenta, ya que no siempre y en cualquier circunstancia el régimen de los títulos-valores se ajustaba a las necesidades prácticas de las anotaciones en cuenta. La representación exclusiva de valores por anotaciones en cuenta, que se produjo por primera vez en las emisiones de certificados del Banco de España en 1980, no se vio acompañada por disposiciones de carácter general sobre su régimen jurídico, dependiendo la negociación de las disposiciones emanadas del propio Banco de España, a cuyo tenor las partes se ligaban mediante vínculos contractuales. La Ley General Presupuestaria de 1977, y las sucesivas leyes de presupuestos, se habían limitado a señalar la posibilidad de que la deuda del Tesoro se representase por anotaciones en cuenta y la aplicabilidad del régimen general de los valores a todas las emisiones de deuda pública.

De hecho, la introducción de las anotaciones en cuenta como forma de representar valores vino a corroborar lo que la doctrina ha denominado la *muerte por éxito de los títulos-valores* (4). Estos activos, que en su origen constituyeron una forma rápida y segura de representar y transmitir derechos de contenido económico, se habían mostrado desde su inicio muy indicados para el tráfico mercantil. La idea de dar al poseedor legítimo del documento físico la titularidad del derecho que en él se reconoce se adecuó de tal forma a las necesidades de préstamo y de capital, que proliferaron las emisiones de títulos-valores para representar la propiedad de empresas y la titularidad de derechos de crédito. La aceptación general que recibieron animó su negociación en mercados secundarios de valores, las Bolsas, sobre todo merced a la simplicidad jurídica de su comercio. Sin embargo, el negocio había alcanzado una magnitud muy grande, lo que, sumado a los avances tecnológicos en el tratamiento de la información y de las comunicaciones, favoreció que el sistema de los títulos-valores dejara de ser la forma más adecuada de tratar la cesión en masa de derechos de contenido económico. En su lugar, se empezaban a desarrollar otros sistemas, basados en mayor o menor medida en las anotaciones en cuenta.

Al principio de los años ochenta ya existía en nuestro país un sistema de negociación en bolsa que, de alguna forma, combinaba la representación en títulos-valores con la negociación de anotaciones. El sistema, que fue introducido por el Decreto 1128/1974, de 25 de abril, sobre Compensación y Liquidación de Operaciones en Bolsa y Depósito de Valores Mobiliarios, y su normativa de desarrollo, se basaba en el depósito de los títulos-valores en la Bolsa, que, a su vez, anotaba a favor de los deposti-

(4) Véanse, por ejemplo, Sánchez Calero (1994), Rojo (1987) y Uría (1996).

tantes saldos en valores (5). Las transmisiones no suponían el desplazamiento de valores, sino solo el movimiento de los saldos. La voluntariedad y la posibilidad de abandonar el sistema suponían, de hecho, la preeminencia de los títulos-valores. El sistema funcionó razonablemente bien con la renta variable, solucionando gran parte de los problemas de la masificación de los títulos-valores.

En general, en la regulación sobre pagarés del Tesoro se optó por no desarrollar un régimen jurídico para las anotaciones en cuenta, dadas la falta de familiaridad que tanto el legislador como la jurisdicción presentaban con respecto a esta forma de representar créditos y la escasa idoneidad de los instrumentos de regulación disponibles (6) para realizar definiciones sobre principios jurídicos generales. Téngase en cuenta, además, que la gestión por una entidad de los saldos anotados —en este caso, como se verá, el Banco de España o las entidades delegadas— demostró ser menos conflictiva que la gestión de los títulos-valores, en los que a las consideraciones de propiedad hay que añadir consideraciones sobre la posesión: siguiendo a Jiménez Sánchez (1987), la simplicidad de las relaciones jurídicas de los pagarés anotados en cuenta salvó o atenuó los problemas de la aplicación del régimen de los títulos-valores.

En resumen, cuando el Tesoro emprendió la emisión de pagarés, el panorama que se le presentaba era muy complejo. Por una parte, coexistían el mercado bursátil, de carácter minorista, y un mercado mayorista interbancario, a la vez que no estaba muy clara la posibilidad de negociar en la Bolsa operaciones dobles. Por otra parte, la forma de representar la emisión que se pretendía introducir, las anotaciones en cuenta, no estaba informada por un sistema jurídico general, habiendo de tomarlo prestado de los títulos-valores. Por último, el Tesoro podía basarse en la legislación presupuestaria para emitir títulos-valores al portador cuya negociación pública no reclamase concurso de fedatario público ni de agente colegiado, por primera vez desde el Decreto de 1936.

Los pagarés del Tesoro se comenzaron a emitir en septiembre de 1981, siendo los únicos destinatarios de esta primera emisión las entidades financieras. Hasta el año siguiente, en que se permitió sus suscripción por el público en general, la única nota diferencial de los pagarés del Tesoro con respecto a anteriores emisiones del Estado era su materialización en anotaciones en cuenta. En febrero de 1982 se produjo la primera emisión de pagarés abierta al público, permitiéndose, por primera vez desde la emisión de pagarés de 1969, la tenencia de deuda del Tesoro a los particulares.

(5) La transformación de los títulos-valores en saldos de valores, además, los convertía en fungibles.

(6) Reglamentación gubernamental, o ministerial, y circulares del Banco de España.

Una de las características más notables de los pagarés fue, desde 1982, su negociabilidad en tres foros distintos: como títulos físicos a la orden, transmisibles por simple endoso, como valores fungibles adscritos al sistema de negociación bursátil, y como simples anotaciones en cuenta negociadas en un mercado mayorista que se liquidaba en el Banco de España.

Los títulos físicos a la orden presentaban como atractivo su transmisibilidad por simple endoso, sin concurso necesario de fedatario público —que la regulación, de todas maneras, recomendaba—. Este régimen, que suponía la primera quiebra del principio general de intervención necesaria de fedatario público desde su instauración en 1936, fue alabado por gran parte de la doctrina mercantilista del momento, que reclamaba la modificación de la regulación aplicable a la transmisión de valores públicos, toda vez que habían cesado hacía mucho tiempo las causas que justificaban la intervención de las transmisiones. Por otra parte, la no intervención de fedatario público hacía más difícil el control de la fiscalidad de estos títulos, lo que en alguna medida animó una demanda de esta forma de representación. Otra de las razones que justificaron la existencia de títulos físicos al lado de otras formas de representación más seguras y ágiles fue la preferencia de un sector del mercado, más tradicional, por las viejas formas de materialización de los valores.

Los pagarés del Tesoro negociables en las Bolsas de Valores consistían en la transformación de anotaciones en cuenta en valores del sistema de compensación y liquidación bursátil. Para ello, se producía la inmovilización de los saldos de valores de las entidades delegadas adheridas a la bolsa, y la inclusión de dichos saldos en el sistema de compensación y liquidación de la Bolsa. El mercado bursátil fue concebido como un foro al por menor para la negociación de la deuda. En él se negociaron operaciones a vencimiento y operaciones dobles con pagarés del Tesoro.

Por cierto, que la negociación doble en el mercado bursátil se pudo producir porque se entendió que el sistema normativo incluía la autorización ministerial para negociar operaciones dobles en la bolsa de valores (7). El éxito de este tipo de operaciones fue notable, especialmente en los corros de las Bolsas de Madrid y Barcelona, y sobre todo en los primeros tiempos de los pagarés, cuando todo el mercado con terceros

(7) Además, la descripción que hacían las normas reglamentarias de los *repos* los definían como *compraventas con pacto de retrocesión no opcional*, lo que, como se verá más adelante, no responde a la realidad jurídica de las mismas. Esta forma de definir las operaciones dobles, que ha perdurado hasta el Real Decreto sobre Deuda Pública, puede encontrar su justificación en el deseo de los reglamentadores de evitar toda referencia a las operaciones a plazo, entonces prohibidas. Por otra parte, se trataba de eludir la apariencia del pacto comisorio, que también está prohibido en nuestro país.

se desarrollaba en las Bolsas. Este *repo* se configuraba como un crédito sobre los valores adquiridos, similar en cierta medida al antiguo *reporte financiero*.

El sistema de incorporación de los pagarés del Tesoro al mercado bursátil ha influido notablemente el esquema general de negociación en la Bolsa de los valores de deuda pública. En la actualidad, permanecen algunos rasgos básicos del sistema de los pagarés, entre los cuales el más significativo es la utilización de entidades financieras para conectar ambos registros, ya sean las entidades adheridas delegadas del sistema anterior o las actuales sociedades y agencias de valores y Bolsa que a la vez son entidades gestoras.

La tercera de las formas de representación de valores, las anotaciones en cuenta en la Oficina de Operaciones de Banco de España, incorporó las características principales de lo que sería el sistema de deuda pública anotada: por una parte, los valores eran anotados en cuenta; por otra parte, a partir de 1984 se instauró un doble nivel en el registro de los valores, debiendo las entidades en las que se asentaba este doble registro distinguir, dentro de los saldos mantenidos en el registro central, entre los que eran propiedad de terceros y los propios. Además, se inició un mercado mayorista de valores de deuda pública en el que se negociaron operaciones a vencimiento y dobles, y que, junto al mercado interbancario de certificados de regulación monetaria, sería la sede del mecanismo de distribución de la liquidez en España. El sistema de negociación de los pagarés del Tesoro, además de constituir una fuente inestimable de financiación del déficit público (8), supuso, pues, un excelente ensayo de las técnicas que, más tarde, se utilizarían para acometer la modernización de toda la deuda pública.

La evolución del sistema de anotaciones en cuenta de pagarés del Tesoro siguió una línea de preeminencia de lo nuevo sobre lo antiguo, que, en lo referente a los valores anotados, hizo que esta forma de representación de derechos pasase de ser la residual a ser la principal, estableciéndose cada vez más limitaciones a las formas de representación de valores distintas. Así, las emisiones de títulos físicos se fueron haciendo con el tiempo más infrecuentes, hasta desaparecer completamente en 1990.

En el caso de los títulos fungibles del sistema bursátil, se debe dedicar algo de atención al hecho de que, siendo su éxito reseñable en los

(8) El saldo en circulación de los pagarés del Tesoro llegó a importar más de 6.500 mm, y a significar más del 80 % de la deuda en circulación. La última emisión de pagarés del Tesoro se produjo en 1992, amortizándose los últimos saldos en pagarés del Tesoro en 1993.

primeros tiempos de los pagarés, y llegando al alcanzar el saldo en estos instrumentos casi los 1.000 mm en 1985, se produjo a partir e 1986 un abandono progresivo de este tipo de representación, en favor de las anotaciones en cuenta. En 1990, la negociación de pagarés del Tesoro fungibles en el mercado bursátil desapareció totalmente. Este proceso tuvo lugar, indudablemente, por los cambios introducidos por la Ley del Mercado de Valores en los mercados bursátiles, pero también por dos hechos de relevancia no pequeña: la introducción de la posibilidad de que los terceros mantuviesen saldos a su nombre en un segundo nivel de registro, formado por las entidades delegadas del Tesoro, y la posterior introducción de los pagarés del Tesoro dentro del sistema de la Central de Anotaciones, en julio de 1989.

En el sistema diseñado en 1982 para los pagarés del Tesoro, la negociación de terceros estaba restringida a la Bolsa y a los títulos físicos. Sin embargo, los cambios introducidos por el Real Decreto 42/1984, de 4 de enero, la Orden Ministerial de 18 de enero de 1984 y, en desarrollo de estas disposiciones, por la Circular del Banco de España 13/1984, permitieron un segundo nivel de registro para los pagarés anotados en cuenta, que se situó en las que se denominaron entidades delegadas del Tesoro, y en el que podía mantener sus saldos en pagarés el público en general.

La posibilidad de extraer el negocio con terceros del ámbito bursátil fue excelentemente acogida por los bancos, que comenzaron a constituirse en entidades delegadas del Tesoro. Los resultados de este proceso, que se reforzaron con la creación de la Central de Anotaciones, son muy claros en la actualidad: el mercado de deuda pública con terceros es un mercado fundamentalmente bancario, al menos en el sector residente, sin que los distintos intentos de creación de un ámbito de negociación de deuda pública al por menor en la Bolsa hayan alcanzado un gran éxito.

Por otra parte, la introducción del segundo nivel de registro en las entidades delegadas se realizó sin una definición expresa del tipo de relación jurídica existente entre los terceros titulares de deuda y las propias entidades delegadas, indeterminación que, de una forma u otra, se ha mantenido hasta la actualidad. La discusión doctrinal, que ha estado centrada entre la configuración de la actividad de registro de las entidades delegadas como un depósito especial y la configuración como alguna forma de delegación de la fe pública registral, no está totalmente zanjada en la actualidad para la actividad de las sucesoras de las entidades delegadas, las entidades gestoras. A esto se dedicará un comentario al hablar del fundamento legal del registro de valores.

No se puede cerrar este apartado sin mencionar dos aspectos relacionados con los pagarés del Tesoro cuya importancia no fue menor en

la determinación del éxito de estos instrumentos, como son la validez de los pagarés del Tesoro para cubrir el coeficiente de inversión obligatoria de los bancos, hasta 1992, y la opacidad fiscal de los títulos físicos emitidos a la orden.

VI.2.1.2. El Real Decreto 505/1987, sobre creación de un sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado

En los primeros años del régimen democrático, y en aplicación de lo dispuesto en la Ley 11/1977, General Presupuestaria, y en las leyes de presupuestos de los años que van desde 1977 a 1986, las emisiones de deuda pública se dividieron en dos tipos: las emisiones de deuda del Tesoro, que primero consistieron en emisiones de bonos del Tesoro y después en emisiones de pagarés del Tesoro, y las emisiones del Estado, que se materializaron en títulos al portador, y cuyo importe se destinaba a la financiación del gasto público o del crédito oficial (9).

Las emisiones de deuda del Estado se habían ido intensificando desde 1977, en disputa por un mercado, el bursátil, que no siempre contaba con la transparencia y eficiencia requerida para la financiación del déficit público. Ante las dificultades existentes para captar financiación, se había optado por el aseguramiento de las emisiones con un sindicato de bancos y cajas de ahorros. Cuenta Ortega (1983) que este sistema entró en crisis en 1982, cuando el sindicato se tuvo que hacer cargo de más del 40 % de algunas de las emisiones de ese año. La utilización masiva de pagarés del Tesoro, que eran más fáciles de colocar en un contexto de alta inflación, hizo que no fuera necesario realizar importantes emisiones a largo plazo durante algún tiempo.

La Ley 21/1986, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales para 1987, autorizó al Gobierno la creación de un sistema de instrumentación de la deuda pública en anotaciones en cuenta, a la vez que permitía que no solo la deuda del Tesoro, sino también la deuda del Estado, se representase de esta forma. Fruto de esta autorización legislativa fue el Real Decreto 505/1987, que disponía la creación del sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado, y para cuya elaboración se utilizó el conocimiento adquirido con la experiencia de los pagarés del Tesoro. El sistema formado por el Real Decreto 505/1987 y la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, es el aplicable en la actualidad, si bien está pen-

(9) El art. 101 de la derogada Ley 11/1977, General Presupuestaria, permitía la emisión de deuda del Estado para financiar las necesidades públicas. La posibilidad de emitir deuda sin adscribirla a fines específicos —lo que era obligatorio anteriormente— resultó muy interesante en la nueva forma de gestionar la deuda pública, y se ha mantenido hasta hoy.

diente una reforma de los mercados de valores para adaptar su regulación a lo establecido por la Directiva de Servicios de Inversión.

La configuración del mercado de deuda pública proviene pues, fundamentalmente, del régimen establecido por este Real Decreto y por su normativa de desarrollo, la Orden Ministerial de 19 de mayo de 1987 y la Circular 16/1987 del Banco de España, de 19 de mayo, con sus modificaciones posteriores. También regulaban el mercado las circulares del Banco de España 12/1988, 6/1991 y 8/1991.

La primera de las novedades introducidas por el Real Decreto fue el diseño de un sistema general para el registro de los valores y para la liquidación de operaciones, en el que se encuadran aspectos como la creación de la Central de Anotaciones, la inclusión de las entidades gestoras como segundo nivel de registro de las tenencias de deuda anotada, y los métodos de asignación de valores y de efectivo al cierre de las operaciones. En términos amplios, el Real Decreto replicó el sistema de los pagarés del Tesoro, siendo en muchos casos su aportación la ordenación de los conceptos jurídicos o la resolución de aspectos a los que el régimen de los pagarés no ofrecía una respuesta satisfactoria.

El sistema de la deuda anotada se ha hecho descansar en la Central de Anotaciones, que está constituida como «...un servicio público del Estado que gestionará, por cuenta del Tesoro, el Banco de España, con la estructura que este determine» (10). Las funciones de la Central de Anotaciones están divididas en tres grupos: el registro de valores, la gestión de las emisiones, amortizaciones y pagos de intereses por cuenta de los emisores y la creación de un mercado secundario para los valores anotados en ella.

En el cumplimiento de la delegación, el Banco de España ha preferido fomentar la autorregulación en campos como la cotización y contratación en el mercado. Por el contrario, la necesidad de un elevado grado de seguridad ha aconsejado que el Banco de España regule de forma cuidadosa los tipos de operaciones, la liquidación de estas y otras materias relacionadas con la última fase de las transmisiones.

La atribución de la competencia sobre el mercado de deuda al Banco de España a través de la Central de Anotaciones, en lugar de hacerlo directamente, es uno de los aspectos notables del Real Decreto, y, posteriormente, de la Ley del Mercado de Valores. Este hecho puede haberse visto favorecido porque, inicialmente, se planteó la Central de Anotaciones como una competencia del Tesoro que se delegaba en el Banco de España. La delegación sugiere que el legislador podría haber encontrado

(10) Art. 5.1 del Real Decreto 505/1987.

interesante, en el futuro, su funcionamiento autónomo. Se ha de señalar, en cualquier caso, que el propio Real Decreto dispone la no atribución de personalidad jurídica a este servicio.

Desde su creación, la Central de Anotaciones lleva los registros correspondientes a toda la deuda anotada de dos formas distintas: registros de los valores propios del titular de la cuenta, y registros del volumen global de los valores que es propiedad de los clientes de cada titular. En los capítulos III y V de este libro se encuentra una descripción detallada de la negociación, y el registro y la liquidación del mercado.

Las entidades gestoras han llevado a cabo, con respecto a los saldos de clientes, una labor que excede la del depósito de valores, que es atípica, que se asemeja a la actividad pública registral, y que, bajo determinadas circunstancias, goza de la característica más notable de esta institución, la dación de fe pública (11). En este sentido, el propio Real Decreto 505/1987, en su exposición de motivos, señala que *«...a las entidades gestoras se atribuyen funciones registrales y de administración del mercado secundario, tanto en materia de contratación como de compensación y liquidación»*.

El texto de la exposición de motivos reproducido señala una de las que han sido, hasta ahora, características esenciales del mercado de deuda pública: la superposición de los ámbitos de negociación y de liquidación del mercado. Los miembros del mercado se definen por el acceso al sistema de liquidación del mismo, en lugar de por el acceso a los sistemas de cotización y negociación. Esto resulta razonable si se tienen en cuenta las circunstancias que rodearon la creación del mercado de deuda pública: al haber aparecido antes el sistema de registro y liquidación que el ámbito de negociación, ya que se iban a negociar instrumentos de nueva creación, el mercado se fomentó entre quienes estaban en un mismo nivel de registro, dada la sencillez con que se podían liquidar sus operaciones.

Cuando entró en vigor el Real Decreto 505/1987, no existía un régimen jurídico general para las anotaciones en cuenta, por lo que se les estaba aplicando, de forma analógica, el de los títulos-valores. La experiencia de los pagarés del Tesoro había puesto de manifiesto algunas limitaciones de este régimen para regular la negociación de anotaciones en cuenta. Por ello, el Real Decreto y su normativa de desarrollo emprendieron la definición del régimen jurídico aplicable a la deuda pública anotada, que comprendía aspectos tales como las formas de constitución de derechos reales sobre los valores, y el modo de actuar que de-

(11) Que conlleva, incluso, la irrevindicabilidad de la deuda pública adquirida onerosamente de un titular registral por un tercero de buena fe.

ben observar en estos casos tanto las entidades gestoras como la Central de Anotaciones. Además, se emitieron reglas sobre los resguardos de valores y sobre la eliminación de la intervención obligatoria del fedatario público y su sustitución por la intervención de un miembro de mercado. La definición del marco jurídico de los valores de deuda anotada se vería complementada por la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, y por su normativa de desarrollo, y marca el inicio del cambio de orientación de la legislación sobre valores hacia la atribución de mayor atención a las anotaciones en cuenta que a los títulos-valores, dada la cada vez menor importancia de estos últimos (12).

El Real Decreto 505/1987 y sus modificaciones también definieron los tipos de operaciones admitidas en el mercado de deuda pública. En principio, se autorizó a los agentes a realizar compraventas al contado y compraventas con pacto de recompra (13), permitiéndose desde el año siguiente la negociación de operaciones a plazo entre miembros del mercado. La Circular 6/1991 del Banco de España, que sustituyó a la Circular 12/1988, extendió la autorización para operar a plazo al mercado de entidades gestoras con sus clientes, siempre que las operaciones fueran de un importe mínimo de 100 millones de pesetas (14). La introducción de operaciones a plazo permitió la realización de un tipo de operación similar al *repo*, que acabaría siendo el más negociado en el mercado entre titulares: las operaciones simultáneas. Para más información sobre operaciones dobles con deuda pública, véase Iglesias y Esteban (1995).

Otra de las innovaciones importantes del sistema de anotaciones en cuenta de deuda pública fue el papel que se atribuyó a un conjunto de entidades, los agentes mediadores del mercado. Para la organización de un mercado mayorista de deuda se optó por el fomento de un foro de negociación donde estos mediadores conectasen la oferta y la demanda. Aunque la forma en que se dictaron las pocas normas existentes para esta mediación fuese atípica —un artículo en el *Boletín económico* del Banco de España—, el sistema ha funcionado razonablemente bien. También se promovió la creación de un sistema de negociación ciega (15).

(12) De todos modos, el régimen de las anotaciones en cuenta mantiene muchos principios básicos de la legislación tradicional de títulos-valores.

(13) En este tipo de operaciones, que también se han denominado *repos*, el comprador no podía quedarse en descubierto con respecto a la obligación de vender, lo que significaba que solo podía transmitir los saldos de valores adquiridos en operaciones de la misma clase, pero a menor plazo.

(14) Este límite mínimo, que en la actualidad se sitúa en diez millones, está dirigido a que las operaciones a plazo solo se realicen por aquellos terceros que por su volumen de negociación sean agentes especializados del sistema, quedando vedadas a los inversores no especializados, dada la mayor exposición al riesgo que revisten.

(15) Una descripción de este foro de negociación se puede encontrar en el capítulo III de este libro.

Por último, el régimen fiscal de la deuda anotada, y en concreto el régimen de retenciones, también ha sido una de las razones de su éxito. La exención de retenciones en las transmisiones de letras del Tesoro, a pesar de incorporar, según la legislación fiscal, rendimientos implícitos, y la exención de retención de los rendimientos explícitos obtenidos por no residentes, han favorecido las transmisiones en el mercado.

VI.2.1.3. La Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores

Pocos meses después de la creación del mercado de deuda pública anotada, el legislador emprendió la reforma del régimen general de los valores negociables, que no había variado sustancialmente desde la introducción del sistema de compensación y liquidación de los valores negociados en el mercado bursátil. La Ley del Mercado de Valores respetó, en lo esencial, lo establecido por el Real Decreto 505/1987, incorporando algunos aspectos del sistema general al régimen de la deuda pública, y recogiendo algunas de las figuras ya introducidas por el Real Decreto. La regulación específica de la deuda pública se encuentra en los artículos 55 a 58 de la Ley.

La Ley del Mercado de Valores es de aplicación directa a los valores anotados de deuda pública, en lo referente tanto al régimen de valores (artículos 5 a 12 de la Ley) cuanto al régimen de la transmisión de los mismos (artículos 31 a 44 de la Ley). Hay que decir que el régimen de valores fue, fundamentalmente, respetuoso con lo dispuesto en el Real Decreto 505/1987, manteniendo las instituciones por él establecidas y, en algunos casos, reforzándolas, como ocurrió con la atribución de funciones registrales a las entidades que sostienen saldos en los registros centrales que son propiedad de terceros. En cuanto al régimen de transmisiones, cabe señalar dos principios que delimitan el ámbito del mercado: el primero, el de la obligatoriedad de intervención de un miembro del mercado en las transmisiones, lo que imposibilita la existencia de operaciones fuera de mercado, y el segundo, la atribución del régimen jurídico de la compraventa a las operaciones de los mercados secundarios oficiales (16).

Con respecto a la necesidad de fe pública en las transmisiones, se ha de señalar que la Ley de 19 de julio de 1979, de Presupuestos Generales para 1979, y las sucesivas leyes de presupuestos de los años 1980 a 1985 eximían de la intervención de fedatario público a la emisión y transmisión de deuda del Tesoro (17), y que las leyes de presupuestos a par-

(16) La Ley incluye, además, cuáles eran los mercados oficiales de valores.

(17) Anteriormente, también se habían utilizado las leyes de presupuestos para eximir de la intervención de fedatario público las transmisiones de bonos del Tesoro.

tir de 1986 señalaban que no era necesaria la intervención de fedatario público en la emisión y transmisión de la deuda representada en anotaciones en cuenta, fuera del Estado o del Tesoro. El Real Decreto Legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre, que recoge el texto refundido de la Ley General Presupuestaria, y que es la legislación vigente en la actualidad, establece la obligatoriedad de la intervención de fedatario público solo en la suscripción y transmisión de deuda pública representada por títulos-valores, si así lo dispone la legislación que les sea aplicable; por otra parte, exceptúa de la aplicación de este principio a los pagarés del Tesoro. En los casos en los que no es necesaria la intervención, el registro público de las transmisiones queda en manos de la Central de Anotaciones y de las entidades gestoras.

La normativa de desarrollo general del mercado de valores relacionada con el régimen jurídico de las anotaciones en cuenta, que está formada principalmente por el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre Representación de Valores por medio de Anotaciones en Cuenta y Compensación y Liquidación de Operaciones Bursátiles, se define a sí misma de aplicación subsidiaria en el mercado de deuda pública, siendo su misión en este ámbito, hasta la reforma de la Ley del Mercado de Valores, regular lo no dispuesto en la normativa específica.

La Ley del Mercado de Valores y el Real Decreto 505/1987 forman parte de un plan común de modernización de los mercados de valores; por ello, es lógico que la reglamentación general prevista por la Ley estuviera de acuerdo con la específica del mercado de deuda. Esta concordancia es especialmente manifiesta en el diseño del mercado con terceros para la deuda pública y para el mercado bursátil: en ambos casos, los organismos registrales centrales hacen descansar la labor de registro en unas entidades auxiliares, que en el caso de la deuda pública son las entidades gestoras y en el caso de la Bolsa son las sociedades y agencias de valores y Bolsa (18).

Uno de los pilares básicos de la reforma del mercado de valores consistió en la introducción de sociedades y agencias de valores, que vinieron a sustituir el régimen de mediación existente hasta entonces en los mercados, basado en un colegio profesional, el de agentes de cambio y Bolsa, cuyo estatuto no les permitía la toma de posiciones por cuenta propia. Las nuevas sociedades y agencias de valores se orientaron más bien hacia el negocio con valores: a las agencias de valores solo les ha estado permitido negociar por orden de sus clientes, mientras que las sociedades de valores pueden incluso tomar posiciones por cuenta propia. La creación de las agencias y, sobre todo, de las sociedades de valores,

(18) Se denominan así las sociedades y agencias de valores que son miembros de alguna Bolsa de valores.

supuso en su momento un cambio importante en el mercado bursátil, ya que en un modelo de Bolsa de Valores latino se incluyeron aspectos propios de los modelos de Bolsa de Valores anglosajones, lo que se puso de relieve también en la prohibición de que los bancos accediesen a la condición de miembros del mercado bursátil (19). En el nuevo modelo no han existido agentes mediadores que ejerzan su labor por encima de las partes de la operación, como eran los agentes de cambio y bolsa, sino entidades de acceso preferente al mercado que actúan como distribuidoras de sus productos.

En lo tocante al mercado de deuda pública, las sociedades de valores han podido acceder a la condición de titular de cuenta y a la de entidad gestora (20), y las agencias de valores solo a la de entidad gestora. Además, surgió un tipo de entidad que, siendo titular de cuenta y entidad gestora a la vez, no podía, sin embargo, operar con sus clientes más que en compraventa simple al contado.

Por último, la Ley del Mercado de Valores introdujo una institución de carácter autónomo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a la que se atribuyeron la inspección y supervisión de los distintos mercados de valores españoles. La Comisión Nacional del Mercado de Valores recibió atribuciones también sobre el mercado de deuda pública, si bien en este caso su actuación debía estar coordinada con el Banco de España. Los artículos 84 a 88 de la Ley del Mercado de Valores recogen el régimen que debe informar la coordinación entre las distintas autoridades con competencia sobre los mercados, y en concreto en lo referente a las relaciones entre la Comisión y el Banco de España (21).

VI.2.1.4. La Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables

Desde 1993 es preceptivo reformar el mercado de deuda pública, más por el proceso de integración europea que por las necesidades es-

(19) Lo que parece una aplicación de los principios que inspiraron la legislación bancaria norteamericana, que en aquella época separaba tajantemente el negocio de los bancos de inversión del de los bancos comerciales, además de establecer restricciones a la expansión de la banca comercial por todos los estados.

(20) Incluso pueden pertenecer a las dos categorías, lo que ha sido lo más habitual.

(21) El art. 88 de la Ley del Mercado de Valores aun señala que «...*En todos los casos de confluencia de competencias de supervisión e inspección entre la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España, ambas instituciones coordinarán sus actuaciones bajo el principio de que la tutela de la solvencia de las entidades financieras afectadas recae sobre la institución que mantenga el correspondiente registro, y la de funcionamiento de los mercados de valores corresponde a la Comisión del Mercado de Valores*».

pecíficas de un sistema que se ha revelado eficiente durante el tiempo que ha estado en funcionamiento. Los cambios se deben a la adecuación a lo dispuesto por las directivas que en materia de mercado de valores ha emitido la Unión Europea, y en concreto a las normas directrices de los servicios de inversión europeos.

La incorporación al sistema normativo español de las previsiones de la Directiva 93/22/CEE del Consejo, relativa a los Servicios de Inversión en el Ámbito de los Valores Negociables, va a suponer una reforma sensible de los fundamentos jurídicos en los que se asienta la contratación de valores en nuestro país. Las novedades jurídicas que dicha aplicación introduce en el ordenamiento español, que son la base del establecimiento de un tronco común para los mercados de valores de la Unión Europea, se encuadran con las previsiones que sobre las entidades de crédito y sobre las entidades aseguradoras hacen también otras directivas comunitarias, y se dirigen hacia la consolidación de un mercado financiero único.

La novedad jurídica fundamental que debe transponer la legislación española es la definición de la empresa de servicios de inversión, término utilizado para designar a todas aquellas entidades que realizan para terceros servicios de recepción y transmisión de órdenes de compra y venta de valores negociables y otros instrumentos, negocian estos por cuenta propia, gestionan de forma direccional e individualizada carteras de inversión o aseguran emisiones de valores negociables, según define la Directiva (22). También señala esta norma los principios que debe informar la regulación de las empresas de servicios de inversión comunitarias y no comunitarias.

Además, se prevé para las empresas de inversión la aplicación de un régimen de pasaporte comunitario similar al existente para las entidades de crédito, y por el cual la autorización dada por parte de uno de los estados miembros para prestar una serie de servicios de inversión se extiende a todo el territorio comunitario. Las facultades que le competen al estado miembro de acogida consisten tan solo en el establecimiento de las normas de conducta de las empresas de servicios de inversión que actúen en su territorio nacional, aunque el régimen disciplinario también depende de los estados miembros de origen de las empresas de servicios de inversión.

La extensión del pasaporte comunitario al ámbito de los mercados regulados es más restrictiva, y así las autoridades nacionales solo deben velar por que las empresas de servicios de inversión que puedan actuar por cuenta propia y por cuenta ajena en sus estados miembros de origen

(22) Art. 1 de la Directiva.

puedan tener acceso o hacerse miembros de los mercados regulados (23). Esto supone, entre otros aspectos, la remoción de todas las trabas existentes para la inclusión de empresas de servicios de inversión europeas en los mercados regulados de cada país (24), debiendo, entre otras cosas, eliminarse todo requisito de capital distinto de los que surgen de la condición de entidad de crédito o de empresa de servicios de inversión (25).

La prescripción de la Directiva que obliga a que la legislación y su desarrollo faciliten el acceso de las empresas de servicios de inversión comunitarias a los mercados regulados de cada país, y en su caso también a la condición de miembros de los mencionados mercados, se ve complementada por otros dos mandatos, que deben facilitar su cumplimiento. El primero de ellos impone a los estados miembros de acogida el deber de permitir, en determinadas circunstancias, la realización de operaciones fuera de sus mercados regulados con valores que se negocien en estos; la segunda imposición establece que los estados miembros de acogida deben también facilitar el acceso de las empresas de servicios de inversión que operen en los mercados nacionales a los mecanismos de compensación y liquidación de estos mercados. La transposición de este segundo mandato a las legislaciones nacionales debe, al menos, permitir a las empresas de servicios de inversión comunitarias un acceso suficiente para que puedan desempeñar sus servicios principales de inversión en régimen de igualdad con las empresas de servicios de inversión nacionales.

Las directivas comunitarias no comprenden ningún tipo de mandato para los ciudadanos europeos, pero sí para sus autoridades, que deben realizar la transposición de lo por ellas regulado a sus respectivos derechos nacionales. En el caso de la Directiva de Servicios de Inversión, en ella misma se preveía que la adaptación de la normativa debía estar realizada a mediados de 1995, y en vigor desde el inicio de 1996. Esto no ha ocurrido en la mayoría de los países europeos.

Detrás del retraso en la adaptación se encuentran, principalmente, los numerosos problemas de ajuste de las legislaciones nacionales. En general, el grado de compromiso de las autoridades nacionales en los mercados financieros es muy diverso, y los tipos de mercados financieros

(23) Artículo 15.1 de la Directiva.

(24) De hecho, la Directiva de Servicios de Inversión incluye, incluso, la obligación de no poner trabas a la participación en los mercados que no requieran presencia física de empresas de servicios de inversión sin establecimiento permanente en el país del mercado (art. 15). La interpretación que las distintas legislaciones nacionales están haciendo de este precepto está siendo diversa.

(25) El cumplimiento de los requisitos de capital se revisa, además, por los países de origen de los miembros.

existentes son muy variados. La opción legislativa adoptada en la Directiva, por otra parte, resulta más indicada para unos sistemas jurídicos que para otros, siendo así que mientras que para modelos anglosajones de mercados de valores la Directiva resulta de más fácil aplicación, su incorporación a los modelos como el que sigue la deuda pública se presenta menos sencilla.

VI.2.1.5. La nueva legislación del mercado de deuda pública: el Proyecto de Ley de Reforma de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, publicado en el Boletín Oficial de las Cortes Generales el 12 de febrero de 1997

La transposición a la legislación española de la legislación comunitaria está en proceso, de lo que es prueba el Proyecto de Ley de Reforma del Mercado de Valores, que ofrece respuesta a las innovaciones jurídicas que introduce la Directiva 93/22/CEE. En concreto, el Proyecto define como empresas de servicios de inversión a las sociedades y agencias de valores, además de a las sociedades gestoras de carteras. También establece las líneas maestras del procedimiento que materializa el principio de libertad de establecimiento y de libre prestación de servicios de las empresas de servicios de inversión comunitarias en España, y realiza otras previsiones que regulan, de acuerdo con lo recogido por la Directiva, el acceso a la actividad de las empresas de servicios de inversión no comunitarias.

Con referencia a los mercados de valores, el Proyecto hace algunas prescripciones de carácter general, entre las que se encuentra la posibilidad de que se realicen operaciones con valores negociables en mercados regulados sin el concurso de miembros del mercado —las operaciones extraordinarias—. También prevé para cada mercado la existencia de un organismo rector, y un reparto determinado de las competencias de inspección, supervisión y control entre el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Ministerio de Economía y Hacienda.

También supone el Proyecto la introducción de algunas novedades específicas en el mercado de deuda pública que, sin estar determinadas por lo dispuesto en la Directiva, sí persiguen que las previsiones de esta se apliquen de forma más eficiente, salvaguardando la seguridad que debe informar las transacciones en todos los mercados.

La primera de ellas es la separación entre la contratación y el registro, compensación y liquidación de las operaciones del mercado. Con ello, la participación en el sistema de registro, compensación y liquidación de la deuda pública que se realiza en el Banco de España se desli-

ga de la condición de miembro del mercado, quedando sometido a la autorización del Ministro de Economía cuáles de los miembros del mercado van a asumir competencias registrales y cuáles van a poder liquidar directamente sus operaciones en el sistema de la Central de Anotaciones.

La separación de las funciones referidas en el párrafo anterior se complementa con una nueva forma de entender la autorización de acceso al mercado. Hasta la reforma, existen distintos tipos de miembros del mercado, que pueden realizar actividades diferentes según el tipo de autorización que se les conceda. Según el Proyecto, las autorizaciones simplemente permiten el acceso a los mercados, lo que implica que cualquier miembro puede realizar todas las actividades permitidas en el mercado, con la única limitación de su propia capacidad personal. Así, todos los miembros del mercado pueden operar por cuenta propia y ajena, siendo el estatuto jurídico de actividades (26) de cada uno de ellos su único límite.

Cuestión distinta es la del acceso directo al sistema de registro y liquidación, mediante la adquisición de la condición de titular de cuenta o de entidad gestora. Aunque se mantenga la antigua denominación, hay que reseñar que los cambios que introduce el Proyecto en estas categorías son grandes, por cuanto, tras la reforma, estas condiciones solo se refieren a aspectos registrales y de liquidación. Ser titular de cuenta bajo la nueva legislación comprendería, únicamente, la titularidad de cuenta de valores propios en el registro central, mientras que ser entidad gestora comprendería la titularidad de una cuenta global de valores propiedad de terceros en el mencionado registro. En ambos casos, por otra parte, serían los miembros del mercado los que podrían acceder a la condición de titular de cuenta (27) y de entidad gestora.

Por otra parte, la adquisición de la condición de miembro del mercado no sería, por sí misma, suficiente para acceder de modo directo al sistema de registro y liquidación, correspondiendo al Ministro de Economía esta decisión, que tomaría basándose en el cumplimiento de unos requisitos recogidos en la normativa de desarrollo. Los miembros del mercado que no pudieran acceder directamente a los mecanismos de liquidación lo deberían hacer a través de una entidad gestora.

Se ha de señalar también el importante papel que el Banco de España ha venido desempeñando en el mercado de deuda pública en anota-

(26) Esta expresión es la empleada por el Proyecto, y parece referirse a la conjunción de la autorización para ser un determinado tipo de entidad financiera y de los estatutos sociales del agente del mercado.

(27) Algunas entidades no miembros del mercado también podrían acceder a la condición de titular de cuenta.

ciones. Su actuación ha sido la correspondiente a un organismo rector del mercado, aun cuando compartía competencias de supervisión con la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Según el Proyecto de Ley, la Comisión conservaría las competencias que se derivan del artículo 88 de la Ley, mientras que se atribuiría al Banco de España del papel de organismo rector del mercado.

Para el desarrollo del Proyecto de Ley, es previsible que exista un real decreto sobre deuda pública, que se incardine en el sistema formado por la propia Ley y el Reglamento del Mercado, que, según prescribe el número 4 del artículo 55 del Proyecto, debe ser aprobado por el Ministerio de Economía y Hacienda, a propuesta del Banco de España. A pesar de la atribución que, para el desarrollo de las normas del mercado, hace el Proyecto al Ministro de Economía, la existencia de aspectos en los que no prevé específicamente el desarrollo mediante disposiciones del Ministro, la atribución que la Ley hace al Gobierno del desarrollo de algunos puntos concretos y la competencia general en materia de reglamentación de las leyes que corresponde al Gobierno, según el artículo 99 de la Constitución Española, parecen aconsejar la existencia del real decreto, que debe armonizar el sistema español de prelación de normas con las previsiones de desarrollo hechas por el Proyecto de Ley de Reforma del Mercado de Valores.

Finalmente, y con respecto a la adecuación de las medidas propuestas por la Directiva al mercado de deuda pública, es posible afirmar que, cuando no existe la separación entre contratación y liquidación, como es el caso español, es necesario articular algunas medidas para evitar efectos indeseables. Estos efectos no proceden del espíritu de la norma, que solo habla de velar por que las empresas de servicios de inversión comunitarias puedan tener acceso a los mecanismos de compensación y liquidación del mercado, sin pretender, obviamente, la pérdida de seguridad en dichas liquidaciones. Desde este punto de vista, parece razonable la opción del Proyecto, esto es, separar contratación y liquidación y permitir el acceso directo a esta última solo cuando las entidades no incrementen de forma notable el riesgo de liquidación, quedando, en caso contrario, la posibilidad del acceso indirecto a través de una gestora. Con esta medida es innegable que se reducen de forma importante los riesgos.

VI.2.2. Las instituciones del mercado

El mercado de deuda pública ha sido, por volúmenes cruzados, el foro de contratación de valores más importante en España en los últimos años. En él han confluído distintas autoridades políticas y económicas, para desempeñar tareas normativas, de inspección y control y disciplina-

rias, que en algunos casos comparten. Se realiza ahora un breve repaso de las funciones que los distintos organismos públicos desempeñan en el mercado de deuda pública anotada, con la finalidad de ofrecer una visión global de la configuración de las autoridades del mercado.

VI.2.2.1. El Parlamento

Es el órgano de expresión de la voluntad popular, y por ello tiene atribuida en sede constitucional competencia universal para legislar. De él emanan las disposiciones con rango legal, ya sea directamente, como es el caso de las leyes, ya por su encargo o su aprobación, como ocurre con los decretos legislativos y los decretos-ley. Su poder normativo sobre el mercado de deuda pública se ha manifestado en las distintas leyes que regulan el mercado.

De entre las disposiciones legales del Parlamento, la Ley del Mercado de Valores es la norma legal específica que regula el mercado de deuda pública. Existen otras muchas leyes que regulan aspectos relacionados con la deuda pública; entre ellas, destaca la vigente Ley General Presupuestaria, que señala en su artículo 101 que es el Parlamento el encargado de determinar, cada año, el límite máximo de endeudamiento que se autoriza al Gobierno.

VI.2.2.2. El Gobierno

El Gobierno tiene atribuida la capacidad reglamentaria general por el artículo 97 de la Constitución Española, respetando lo que al respecto dispongan la Constitución y las propias leyes. Esto le da derecho a desarrollar todas las normas legales que no prevean otra cosa. Por ello, sus competencias sobre el mercado de deuda pública también son muy amplias. El Gobierno, además, es la máxima instancia administrativa de la Administración Central, lo que le hace final de la vía administrativa en muchos de los procedimientos relacionados con la deuda pública anotada.

En general, la tarea que la Ley encomienda al Gobierno en el mercado de deuda pública podría definirse como la de director supremo del mercado. Entre las atribuciones que le hace, se encuentran las siguientes:

- Tiene competencia para establecer las normas de organización y funcionamiento de los registros, según el artículo 7 de la Ley de Mercado de Valores.

- Por el artículo 78 de la misma Ley, también le corresponde aprobar las normas de conducta que afectan a sociedades y agencias de valores, y demás entidades que participan del negocio de valores.
- La Ley General Presupuestaria da capacidad al gobierno para decidir la cantidad de deuda pública a emitir, o para fijar límites sobre esta al Ministerio de Economía y Hacienda, siempre dentro de los límites legales existentes.
- La misma Ley, en su artículo 101, faculta al Gobierno para dictar disposiciones reglamentarias sobre la deuda pública anotada.

VI.2.2.3. El Ministro de Economía y Hacienda

La Ley configura al Ministro de Economía y Hacienda como la máxima autoridad financiera y económica del país, a salvo la independencia del Banco de España en cuestiones de política monetaria. En el mercado de deuda pública, esta configuración se hace patente en la atribución al Ministro de decisiones trascendentes:

- Según el artículo 58 de la Ley del Mercado de Valores, autoriza, y puede revocar la autorización, a entidades gestoras y titulares de cuenta, cuando así proceda y se lo proponga el Banco de España, concurriendo el informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- Tiene amplias facultades sobre las emisiones, ya que es el encargado de autorizar las del Instituto de Crédito Oficial y de distintos organismos internacionales (artículo 55 de la Ley del Mercado de Valores). También puede prohibir, o someter a algún tipo de condición, cierta clase de emisiones (artículo 25 de la misma Ley).
- Es el encargado de imponer las sanciones muy graves a los miembros del mercado (artículo 97 de la Ley). El expediente lo incoa e instruye la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y, si atañe a una entidad de crédito, debe concurrir un informe del Banco de España.
- También, con informe del Banco de España, le compete la autorización de la negociación de deuda pública en otros mercados.
- Finalmente, tiene facultades amplias sobre la emisión de deuda pública anotada, que desarrolla a través de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (artículo 104 de la Ley General Presupuestaria).

Por su parte, el Proyecto de Ley atribuye nuevas misiones al Ministro. Por una parte, será el encargado de autorizar y, en su caso, revocar, a las empresas de servicios de inversión españolas y no comunitarias, para el desempeño de su actividad en España. Además, y como recoge el artículo 55 del Proyecto, es el encargado de autorizar también el Reglamento del Mercado, que propondrá el Banco de España e informará la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

VI.2.2.4. El Banco de España

La Ley del Mercado de Valores define la Central de Anotaciones, encomendada al Banco de España, como el organismo rector del mercado de deuda pública en anotaciones. Ello se materializa, según estas disposiciones, en una serie de atribuciones:

- Propone al Ministro decisiones importantes relacionadas con el mercado. Así lo hace, por ejemplo, para la autorización de las entidades gestoras (artículo 58 de la Ley).
- La Central de Anotaciones, como organismo rector del mercado, tiene amplias facultades sobre la información en él. Es la encargada de determinar cuál es de carácter público, con el fin de garantizar la transparencia del mercado (artículo 43 de la Ley). Existe la obligación de que los miembros le comuniquen las operaciones por título distinto del de compraventa (artículos 36 y 37 de la Ley). Las entidades deben comunicarle también las tarifas que aplican a sus clientes.

La Ley de Mercado de Valores, en su artículo 57, define la Central de Anotaciones como un servicio sin personalidad jurídica propia, encomendado al Banco de España. El artículo 55 le atribuye el registro de los valores de deuda pública y la compensación y liquidación de las operaciones. Además de ello, corresponde a la Central de Anotaciones la gestión de las emisiones en nombre de los emisores, y la coordinación de la negociación de deuda pública anotada en otros mercados con la del mercado de deuda pública.

Por último, el Banco de España tiene también competencias sobre la supervisión y control de los miembros del mercado, compartidas con la Comisión Nacional del Mercado de Valores. El artículo 87 de la Ley del Mercado de Valores establece que, en caso de conflicto, se debe resolver atendiendo al principio de que el control de la solvencia de la entidad corresponde a la entidad que lleva el registro, y el del funcionamiento del mercado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Además de ello, El Banco de España puede acordar cautelarmente la suspensión de

miembros del mercado y de entidades gestoras, y, como ya se ha manifestado, informa los expedientes disciplinarios que abre la comisión Nacional del Mercado de Valores a las entidades de crédito.

VI.2.2.5. La Comisión Nacional del Mercado de Valores

La Comisión Nacional del Mercado de Valores no ejerce sobre el organismo rector del mercado de deuda pública las facultades de supervisión y control que tiene sobre otros organismos rectores. Sin embargo, sí tiene atribuciones de supervisión de la solvencia de las sociedades y agencias de valores, y de la actuación en el mercado de todos sus miembros.

La Ley del Mercado de Valores establece en su artículo 43 que son funciones de la Comisión velar por la transparencia en el mercado y por la correcta formación de precios, y asesorar a las distintas autoridades sobre el mercado de valores. Estas facultades, en lo que al mercado de deuda pública se refiere, son compartidas por el Banco de España.

La Comisión tiene también atribuciones sobre los valores, de forma que puede suspender su negociación, o incluso excluirla, en determinadas situaciones (artículos 33 y 34 de la Ley del Mercado de Valores).

Por último, su papel disciplinario es muy importante: incoa e instruye todos los expedientes, y los concluye cuando se tratan en ellos infracciones leves y graves. Además, es la encargada de proponer al Gobierno, para su aprobación, las normas de conducta de las entidades en los mercados.

VI.2.2.6. La Comisión Asesora del mercado de deuda pública en anotaciones

La Comisión Asesora del mercado de deuda pública es un órgano consultivo que debe informar los proyectos de disposiciones de carácter general sobre materias relacionadas con el mercado, y proponer medidas o disposiciones que contribuyan a un mejor funcionamiento de este. Su régimen está recogido en el artículo 57 de la Ley del Mercado de Valores.

VI.2.2.7. La jurisdicción en el mercado de deuda pública

El modo de resolver los conflictos entre los participantes en el mercado, o bien entre estos y las autoridades del mismo, no conlleva muchas

especialidades. En cuanto a los conflictos entre participantes del mercado, se tratará de cuestiones de derecho privado que deben resolverse por los tribunales ordinarios. Los procedimientos arbitrales que existen en el mercado ciego exigen el sometimiento expreso de las partes a su laudo (28). En los conflictos nacidos de las relaciones de derecho privado entre los participantes en el mercado y las autoridades del mismo son competentes, de igual modo, los tribunales ordinarios.

En las relaciones de derecho público, en todos los casos, es obligatorio el agotamiento de la vía administrativa para acceder a la jurisdicción contenciosa. Esto supone que se debe producir una decisión del Gobierno —directamente o en apelación— contraria al reclamante, para que este acceda a los tribunales de lo contencioso.

Por último, los conflictos entre las distintas autoridades del mercado deben someterse al órgano superior, que en este caso es, casi siempre, el Gobierno.

VI.3. Aspectos jurídicos básicos del mercado

VI.3.1. Los valores anotados

VI.3.1.1. Los valores negociables

Como ya ha sido señalado en el apartado anterior, quizá la novedad más importante que incorporó la Ley de Mercado de Valores consistió en la revisión del concepto de valor negociable, que de coincidir con el de título-valor pasó a definir tanto los títulos-valores como los valores anotados. La orientación de la Ley representó un cambio importante con respecto al concepto tradicional de títulos-valores, porque se sustituía un régimen basado fundamentalmente en la propiedad de bienes (29), por uno en el que lo importante es la titularidad de los derechos. Ya se ha comentado que este proceso se debió a lo que la doctrina ha venido a denominar la «*muerte por éxito de los títulos-valores*»: recordando el argumento que se aportaba, los títulos-valores, que nacieron por resultar una solución muy sensata para transmitir derechos de forma ágil y segura, se extendieron de tal modo por los mercados que incluso el poco trabajo burocrático que genera su transmisión se hizo excesivo. Por ello, cuando el

(28) Sin embargo, una vez que se ha producido este consentimiento, el laudo arbitral reviste mucha firmeza, ya que solo se puede recurrir ante el Tribunal Supremo, y por una lista cerrada de causas.

(29) Los propios títulos-valores, cuya propiedad es la que confiere la titularidad de los derechos.

desarrollo de la informática y las comunicaciones lo permitió, otros métodos de transmisión de derechos se hicieron más eficientes, por ágiles y seguros.

Las anotaciones en cuenta surgieron de forma natural para sustituir el intercambio de papel: se trataba de que un intermediario, de carácter público o de carácter privado, organizara un mercado para los títulos-valores, reteniendo los títulos propiedad de los participantes en el mercado y anotando en cuentas las tenencias de cada sujeto. El organizador del mercado se constituía en el gestor de las transmisiones, siendo su forma de reconocer la realización de operaciones la anotación de estas. La extensión de este sistema y la intervención de entidades por cuenta de sus clientes hizo que surgiera otro nivel de registro, de forma que las cuentas de los participantes en el mercado reflejaban tenencias propias y de sus clientes.

Una vez que existió este sistema, las ventajas que incorporaba llevaron a su generalización para todos los valores, acudiendo el emisor al depósito de toda la emisión. El paso siguiente fue la no realización de la emisión de los títulos físicos, procediendo simplemente a hacer las anotaciones en cuenta.

La desaparición de los títulos-valores significó un cambio muy importante, ya que desaparecía el elemento crucial del régimen de títulos-valores, la cosa a cuyo régimen de propiedad se remitía la transmisión de los derechos. Ello debiera haber supuesto, en principio, la aplicación a las anotaciones en cuenta del régimen de cesión de derechos, ya que, desaparecidos los títulos, lo que se negocia son los mismos derechos. Sin embargo, el desarrollo y prestigio acumulados por los títulos-valores en sus más de dos siglos de existencia, y el hecho de que, en el fondo, el régimen jurídico de los títulos-valores no es más que un régimen específico de cesión de derechos, han determinado que el legislador haya optado por reformar el régimen general aplicable a los valores (30) para adaptarlo a la nueva figura introducida.

Así que los valores, según la Ley del Mercado de Valores, pueden ser tanto anotaciones en cuenta como títulos-valores. En ambos casos, se trata de una agrupación de derechos cuya titularidad se puede transmitir a la vez de una forma más o menos sencilla. Si la transmisión se asocia a la transmisión de un título, se trata de títulos-valores y, si no se asocia más que a su anotación, se trata de anotaciones en cuenta.

(30) El régimen de valores era, tradicionalmente, el régimen que se aplicaba a aquellos títulos-valores que por sus características —emisión en masa, derechos incorporados...— eran susceptibles de ser negociados en ámbitos bursátiles. Tras la Ley de 1988, se incluyeron entre los valores las anotaciones en cuenta, que no eran títulos-valores.

La Ley de Mercado de Valores no define su concepto central, el valor negociable, ni en su exposición de motivos ni en su articulado (31). Sin embargo, sí existen varias notas características de los valores anotados, que se desprenden tanto de la legislación como de los trabajos de la doctrina, y que, de alguna manera, pueden servir para definirlos.

- La primera de las definiciones de valor negociable se realiza por extensión: los valores negociables son tanto los títulos-valores negociables como las anotaciones en cuenta negociables que merezcan esa condición según la Ley de Mercado de Valores y su normativa de desarrollo.
- Un valor negociable es una agrupación de derechos de contenido predominantemente económico, de forma que ser titular del valor anotado confiere la titularidad de la colección de derechos que comprende el valor. Cuando nace el valor, los derechos que incorpora tienen como titular a su propietario; sin embargo, es posible que se transmitan algunos de ellos, por la voluntad de las partes o por la ley. En casos como el usufructo de valores de renta fija, por ejemplo, asiste al usufructuario el derecho a recibir los intereses, y al nudo propietario el derecho a recibir el principal en la redención.
- Otra de las notas características de los valores es su negociabilidad. Con esta expresión se quiere reflejar no solo la transmisibilidad de los valores, que es común a la mayoría de los derechos, sino también que en sus transmisiones predomina el elemento económico, no revistiendo especial importancia el elemento personal (32).
- La siguiente característica que han de presentar los valores es su agrupación por emisiones. Este concepto engloba no solo los valores emitidos *en serie*, sino otros instrumentos financieros que, sin ser homogéneos entre sí, guardan algunas características comunes, siempre que se negocien en mercados de valores.
- Los valores negociables incluyen derechos de carácter autónomo, lo que significa que, una vez demostrada la titularidad legíti-

(31) La exposición de motivos de la Ley del Mercado de Valores comienza su punto 2 de la siguiente manera: «*La ley reposa sobre el concepto de valores, o para mayor precisión, de valores negociables, concepto difícil de definir de forma escueta en el articulado de un texto legal, pero no por ello carente de realidad*».

(32) La exposición de motivos establece, al definir la negociabilidad que la transmisibilidad «*...deberá definirse en términos de un mercado que, aunque sea de proporciones reducidas, se caracterice por el predominio de los términos económicos en que se produce la transmisión sobre las características personales de los contratantes*».

ma del valor, el ejercicio de los derechos que incorpora no puede verse afectado por la relación jurídica que ha dado lugar a dicha titularidad.

- Los valores negociables anotados en cuenta están sujetos a una legislación muy similar a la que inspira el principio de fe pública registral. Por este principio, la entidad emisora no puede oponer a los derechos de los titulares que hayan adquirido de buena fe más excepciones que las que surjan de los documentos de emisión; los titulares de buena fe, por otra parte, tampoco pueden verse reivindicados en sus tenencias si adquirieron de un titular registral a título oneroso (33). En el caso de la deuda pública, las funciones registrales corresponden a la Central de Anotaciones y a las entidades gestoras.

La emisión de deuda pública en anotaciones en cuenta ya se había iniciado en 1981, con las emisiones de pagarés del Tesoro, así que, cuando la Ley del Mercado de Valores estableció un régimen para los valores anotados, se inspiró, en gran medida, en la experiencia adquirida con los pagarés del Tesoro, además de en el régimen de depósito de valores en la Bolsa establecido en 1974.

La Ley del Mercado de Valores no establece un régimen específico para los valores públicos anotados, y sí recoge algunos principios de utilidad, tanto en el capítulo segundo del título primero (artículos 5 a 12), que describe el régimen general de los valores anotados, como en el capítulo primero del título cuarto, que establece las disposiciones generales relativas a los mercados secundarios de valores. El Real Decreto 505/1987, sobre el mercado de deuda pública en anotaciones, dedica sus artículos segundo, tercero y cuarto a desarrollar el régimen jurídico de los valores anotados; el Real Decreto 116/1992, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta (34), resulta de aplicación complementaria a esta reglamentación.

(33) Los dos últimos párrafos del art. 9 de la Ley el Mercado de Valores establecen lo siguiente: «...El tercero que adquiera a título oneroso valores representados por medio de anotaciones en cuenta de persona que, según los asientos del registro contable, aparezca legitimada para transmitirlos, no estará sujeto a reivindicación, a no ser que en el momento de la transmisión haya obrado con mala fe o culpa grave. La entidad emisora solo podrá oponer, frente al adquirente de buena fe de valores representados por medio de anotaciones en cuenta, las excepciones que se desprendan de la inscripción en relación con la escritura prevista en el artículo 6 y las que hubiese podido esgrimir en el caso de que los valores estuviesen representados por medio de títulos». Adquirir a título oneroso significa adquirir a cambio de una contraprestación, adquirir contra algo que carga el patrimonio propio. Lo contrario sería adquirir a título lucrativo. Para ilustrar los dos conceptos con un ejemplo, quien adquiere a cambio de precio lo hace a título oneroso, y quien adquiere por donación no condicionada lo hace a título lucrativo.

(34) Esta disposición contiene el desarrollo del régimen general de valores anotados.

Los valores anotados de deuda pública serán aquellos valores emitidos por el Tesoro para su negociación interior, representados por anotaciones en cuenta inscritas en la Central de Anotaciones o en las entidades gestoras, que comprenden un derecho de crédito contra el Tesoro, consistente, principalmente, en un pago o una serie de pagos futuros.

VI.3.1.2. *Fungibilidad de los valores anotados*

Una de las propiedades más importantes de los valores anotados es la fungibilidad de los valores de una misma emisión, que se debe entender, en este entorno, como su intercambiabilidad, por ser definidos solo por el género (35). La Ley del Mercado de Valores remite la regulación de la fungibilidad de las anotaciones en cuenta de deuda del Estado a la regulación general sobre valores anotados (36).

La definición de los valores como fungibles les atribuye el carácter de género, lo que en la legislación civil y mercantil ha tenido un significado especial. La cualidad más significativa de los géneros es su medición por número, medida o peso —en este caso, por número—. Así, los valores anotados se agrupan en saldos de valores, sin que, fuera de los casos que prevé la reglamentación (37), puedan diferenciarse entre sí los pertenecientes a una misma emisión y referencia.

El hecho de que los valores anotados sean fungibles entraña una serie de consecuencias prácticas que provienen de esta condición, de la legislación de carácter general relativa a los contratos sobre género y de la regulación de los mercados de valores. Las más relevantes son las relacionadas con las liquidaciones en términos de saldos, que cuando menos dotan de un significado especial a los principios de *prioridad y tracto sucesivo*, que el propio RD 116/1992 define como rectores de los registros

(35) Esto es, el propietario de un valor no es propietario de un valor específico, sino de un saldo de un valor. Las tenencias, pues, se definen por número y género, sin referencia individual.

(36) La Ley de Mercado de Valores, en su art. 8, recoge que «...Reglamentariamente se establecerán las condiciones para que los valores representados mediante anotaciones en cuenta funcionen como fungibles a efectos de las operaciones de compensación y liquidación». Por su parte, el Real Decreto 116/1992 establece en su artículo 17 lo siguiente: «...Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta correspondientes a una misma emisión que tengan las mismas características tienen carácter fungible. En consecuencia, quien aparezca como titular en el registro contable lo será de una cantidad determinada de los mismos, sin referencia que identifique individualmente los valores».

(37) El art. 17 del Real Decreto 116/1992 también establece, refiriéndose a la fungibilidad de los valores, que «...Lo dispuesto en los números precedentes se entiende sin perjuicio de las necesidades de especificación o desglose de valores inscritos derivadas de situaciones especiales, como la constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes o la expedición de certificados». Sobre la constitución de derechos reales limitados y otros gravámenes sobre deuda pública se realizará más adelante un comentario específico.

contables de valores anotados. La legislación común sobre géneros es de aplicación subsidiaria a la específica de la Ley del Mercado de Valores.

VI.3.1.3. Acto constitutivo de los valores anotados

El nacimiento de los valores anotados se produce por su emisión o por transformación de títulos-valores en anotaciones en cuenta. La primera de las formas significa, generalmente, el nacimiento de los derechos que comportan los valores, mientras que en la segunda se cambia la forma de representación de unos derechos ya existentes.

La emisión de valores anotados exige una declaración, que se documenta en escritura pública, y la inscripción, en el registro indicado, de los saldos de valores. En el caso de la deuda pública, la declaración de la emisión se realiza mediante la publicación de las características de la misma en el boletín oficial correspondiente (38). Por tanto, las emisiones del Tesoro y de las comunidades autónomas que se adecuen técnicamente a las características de la Central de Anotaciones están admitidas de oficio en la Central de Anotaciones; las emisiones del Instituto de Crédito Oficial y las de los organismos internacionales deben estar autorizadas por el Ministro de Economía y Hacienda.

La declaración de la emisión, que se realiza en publicación oficial, no resulta constitutiva de la misma, y no hace nacer los valores. Para ello, es necesaria la inscripción en el registro correspondiente, ya que, según el artículo 8 de la Ley del Mercado de Valores, «...Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta se constituirán como tales en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable, que, en su caso, será el de carácter central, quedando desde entonces sometidos a las disposiciones de este capítulo». La forma establecida [en el caso de la deuda pública, publicación en el boletín oficial correspondiente e inscripción en el de la entidad encargada del registro, que se exige *ad constitutionem* (39)] hace de los créditos valores negociables, y los somete, como dice este artículo, al capítulo de dicha Ley referido a los valores anotados en cuenta.

(38) En el último párrafo del art. 6 de la Ley de Mercado de Valores se establece que «...En el caso de las emisiones de deuda del Estado y de las Comunidades Autónomas, así como en aquellos supuestos en que se halle establecido legalmente, la publicación de las características de la emisión en el boletín oficial correspondiente sustituirá a la escritura pública contemplada en párrafos anteriores».

(39) Esto es, para la constitución del derecho. El derecho registral español, que en la mayoría de los casos exige una determinada forma jurídica solo *ad probationem*, contempla algunos casos de exigencia de forma *ad constitutionem*, como, por ejemplo, en el establecimiento de garantías hipotecarias sobre bienes registrales. Cuando se exige forma *ad constitutionem*, no es posible la existencia del derecho sin la forma. En el caso de que la forma se exija *ad probationem*, la forma es medio privilegiado de probar la existencia del derecho.

VI.3.2. La transmisión de valores

La Ley del Mercado de Valores, en su artículo 9, establece que «La transmisión de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrá lugar por transferencia contable. La inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos». De esta disposición se sigue que el negocio jurídico de traspaso de los valores de una persona a otra exige tanto el acuerdo de voluntades como un acto de disposición de los bienes transmitidos, que son los requisitos que, desde antiguo, han sido los necesarios para la transmisión de derechos reales, limitados o ilimitados.

De nuevo, el legislador recurre en este precepto a la utilización del régimen de los títulos-valores para los valores anotados, lo que hace aplicable a la transmisión de estos últimos el régimen jurídico de la transmisión de bienes, si bien sustituyendo la entrega, imposible en valores anotados, por la inscripción de la operación. Así, cualquier negocio jurídico que implique la modificación de los derechos reales que hay sobre los valores exigirá no solo el convenio entre las partes, sino también un acto de disposición, una tradición, que produzca efectos *erga omnes* (40).

La aplicación de un régimen similar al de los títulos-valores, en este caso, sirve para fortalecer la institución registral, porque refuerza los efectos que produce la inscripción; si la inscripción implica tradición, eso significa que los negocios jurídicos con valores anotados solo producen efectos reales una vez inscritos, siendo en los demás casos sus efectos solo los que se deriven del contrato suscrito por las partes.

Hay que señalar el artículo 36 de la Ley del Mercado de Valores establece que en las operaciones de mercado secundario oficial es obligatoria la intervención de, al menos, un miembro del mercado. Este precepto, que en un mercado desconcentrado, como es el de deuda pública, no impone grandes limitaciones a los no miembros del mercado, tendrá que desaparecer tras la reforma de la Ley, ya que la Directiva de Servicios de Inversión así lo impone.

VI.3.2.1. Compraventas simples y compraventas dobles

Las operaciones simples son las que más se acercan a la figura tradicional de la compraventa. En ellas, dos personas, un vendedor y un comprador, se ponen de acuerdo en intercambiar un saldo de valores por

(40) Con esta expresión se hace referencia a que los efectos deben ser reconocidos por todos, lo que ocurre generalmente cuando se transmiten derechos reales. La expresión que se utiliza para referirse a los efectos que solo se producen entre los contratantes es *inter partes*.

un precio cierto. En el mercado de deuda pública en particular, y en la mayoría de los mercados, la compraventa está caracterizada por unas notas especiales que buscan la homogeneización mínima de las operaciones, para su liquidación según los procedimientos del mercado:

- En primer lugar, las compraventas simples que se suscriben en el mercado de deuda pública lo son por precio determinado.
- También hay que reseñar que en las operaciones del mercado rige el principio de entrega contra pago, lo que disminuye enormemente los riesgos en la contratación.

Las operaciones simples implican el acuerdo sobre las características de la transacción, que los agentes alcanzan por multitud de medios, ya que, en general, no existen requisitos formales de contratación (41). Los agentes deben ponerse de acuerdo sobre el tipo de valor, el saldo objeto de la contratación, el precio y la fecha de liquidación de la operación.

La diferencia entre la contratación al contado y la contratación a plazo es una convención, pero comporta algunas consecuencias prácticas. Por una parte, existe una limitación de operar a plazo para las entidades que actúan por cuenta ajena, ya que solo pueden buscar contrapartida en el mercado, sin poder tomar posiciones por cuenta propia. Además, las operaciones a plazo que realicen las entidades con sus terceros están sometidas a límites de carácter cuantitativo, y a otros requisitos que buscan la protección de los inversores.

Las operaciones dobles están definidas en el Real Decreto 505/1987, sobre el mercado de deuda pública en anotaciones, como compraventas con pacto de retrocesión no opcional. El punto 2 del artículo 8 de dicho Real Decreto las define como aquellas operaciones en las que «...*el titular de los valores los vende hasta la fecha de amortización, conviniendo con el comprador, simultáneamente, la recompra de los valores de la misma emisión y por el mismo valor nominal, en una fecha intermedia entre la de venta y la de amortización más próxima, aunque esta sea parcial o voluntaria*».

Dos son los tipos de operaciones dobles que han existido en el mercado de deuda pública español: los *repos* y las simultáneas. Los primeros obedecen a las definiciones reglamentarias de las distintas operaciones que se pueden realizar en el mercado, mientras que las segundas surgen de la combinación de operaciones contrarias, al contado y a plazo, que se comunican juntas. Las diferencias entre ambos se centran,

(41) En el negocio con terceros, existe una serie de normas que buscan la protección de la clientela (véase nota 12 del capítulo III, en el tomo I), y que pueden exigir, en determinados casos, requisitos formales para la validez de las operaciones.

fundamentalmente, en la distinta disponibilidad de los saldos de valores adquiridos temporalmente por el comprador-vendedor, y son descritas en el capítulo III, tomo I, de este libro.

VI.3.2.2. Negocio entre titulares y negocio con terceros

Las operaciones del mercado de deuda se realizan en dos grandes ámbitos de negociación: la actividad entre los miembros del mercado, en los distintos foros que componen el mercado organizado de valores de deuda pública, y el negocio de estas entidades con sus clientes, en el que en la mayoría de los casos se produce una confusión entre la contrapartida del cliente y la entidad registradora de las operaciones. Las características de cada ámbito son muy distintas, ya que en el primero contrata en régimen de igualdad de las partes, mientras que en el segundo, en la mayoría de las ocasiones, la entidad gestora tiene una posición ventajosa en la negociación.

Las operaciones entre miembros del mercado de deuda son las que han sido más extensamente tratadas en la Ley y en los reglamentos, al menos a la hora de fijar sus procesos de compensación y liquidación, ya que sobre ellas se desarrolla el mercado de deuda pública. Hay que señalar, tan solo, que pueden ser por cuenta propia (cuando las entidades mueven sus saldos propios de valores) y por cuenta de terceros (cuando las entidades mueven los saldos de sus terceros). Los agentes, en ambos casos, responden en nombre propio de las operaciones que realizan frente a las contrapartidas (42).

Son varias las notas típicas del negocio con terceros. Por una parte, la protección de los pequeños inversores ha hecho que los organismos competentes sobre la negociación, que son el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, hayan emitido normas de transparencia y de protección de la clientela (43). La protección de terceros

(42) Los participantes en el mercado de deuda actúan en nombre propio, esto es, asumen compromisos personales por las operaciones que realizan. Esto quiere decir que, si un miembro del mercado contrata con otro una operación por cuenta de sus clientes, no puede señalar como causa de resolución de la operación el incumplimiento del cliente, porque este no le libera de responsabilidad. En términos del Código de Comercio, se diría que el que opera por cuenta ajena actúa en nombre propio por cuenta de sus clientes. Por ello, para asegurar su posición, las entidades que operan por cuenta de terceros suelen solicitar de estos provisiones de fondos cuando les son cursadas órdenes de compra.

(43) Las normas de protección de la clientela del Banco de España se encuentran en su Circular 8/1990, de 7 de septiembre, dirigida a las entidades de crédito, sobre transparencia de las operaciones y normas de protección a la clientela, que ha sido modificada por las circulares 5/1994, de 22 de julio, y 3/1996, de 27 de febrero. La Comisión Nacional del Mercado de Valores ha fijado sus normas de protección a la clientela en su Circular 1/1996, de 27 de marzo, sobre normas de actuación, transparencia e identificación de clientes en las operaciones del mercado de valores.

también se pone de manifiesto en determinadas disposiciones que resaltan la división existente entre terceros especializados y terceros no especializados, como, por ejemplo, la prohibición de que los terceros operen a plazo con miembros del mercado en operaciones de importe inferior a diez millones.

VI.3.2.3. *Transmisiones por título distinto a la compraventa*

Las transmisiones por título oneroso distinto del de compraventa, así como las transmisiones por título lucrativo, no se encuentran entre las operaciones del mercado secundario oficial. Sin embargo, existe la obligación de comunicar la realización de estas operaciones a las autoridades del mercado, con un doble propósito.

Por una parte, porque las transmisiones de la propiedad solo se producen por negocios jurídicos reales, lo que quiere decir que es obligatorio un acto de tradición para el traspaso de la propiedad. Como dicha tradición se produce solo mediante transferencia contable, como establece el artículo 9 de la Ley del Mercado de Valores (44), parece que la comunicación de las transmisiones es requisito indispensable de las mismas, porque solo de esa forma se produce el acto que da lugar a la transmisión de la propiedad, la inscripción.

Además, la Ley establece en su artículo 37 que se deben notificar estos negocios jurídicos al organismo rector del mercado, en la forma que reglamentariamente se determine. Esta notificación cumple la misión de evitar la negociación de los valores adquiridos de esta forma sin conocimiento del organismo rector, lo que redundaría en una mayor seguridad jurídica en los mercados de valores.

Así, las transmisiones por título de sucesión, donación, permuta y demás actos jurídicos susceptibles de transmitir la propiedad solo causan efecto frente a terceros después de la inscripción.

Si se trata de transmisiones a título oneroso, la protección del tercero de buena fe que inscribe es total, ya que es oponible a terceros desde el momento de la inscripción y, si se adquiere del titular registral, la propiedad no puede ser atacada. En el caso de las transmisiones a título lucrativo, la protección registral para los terceros de buena fe no es aplicable.

(44) El art. 9 establece que «...La transmisión de los valores anotados por medio de anotaciones en cuenta tendrá lugar por transferencia contable. La inscripción de la transmisión a favor del adquirente tendrá los mismos efectos que la tradición de los títulos. La transmisión será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción».

VI.3.2.4. Los derechos reales limitados sobre valores

Como ocurriría con cualquier otro bien, los valores anotados son susceptibles de la contratación de derechos reales limitados sobre ellos, así como de otra clase de gravámenes (45). La constitución de derechos reales limitados sobre valores también exige, además del acto jurídico de creación del derecho, la tradición del valor, por lo que de nuevo es el hecho de la inscripción el que será relevante para la valoración de su oponibilidad a terceros.

Los derechos reales establecidos sobre valores, en la práctica, conllevan el bloqueo de los saldos sobre los que están establecidos, es decir, la imposibilidad de que estos se negocien, lo que resulta muy interesante para la protección de los derechos de los participantes en el mercado y de los derechos reales limitados.

Dentro de los derechos reales limitados, tienen especial interés en el mercado las denominadas garantías pignoraticias. Las prendas establecidas sobre valores de deuda pública en anotaciones resultan una forma muy extendida de garantizar el cumplimiento de obligaciones.

En las prendas de valores anotados, la inscripción tiene los mismos efectos que el desplazamiento posesorio tiene en las prendas de títulos-valores. Por ello, en principio, el acreedor pignoraticio tiene el derecho de ejecutar el valor para cobrarse su crédito.

De la declaración de la Ley de Mercado de Valores sobre la equivalencia entre la inscripción y el título posesorio solo puede predicarse la ejecutabilidad de la prenda constituida por un deudor en las situaciones no concursales. En estos casos, de lo regulado en el Código de Comercio se sigue la posibilidad de ejecutar el bien y cobrarse el crédito en caso de impago solo cuando la prenda está constituida en documento público (46).

(45) El artículo 10 de la Ley del Mercado de Valores establece que «...La constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta deberá inscribirse en la cuenta correspondiente. La inscripción de la prenda equivale a desplazamiento posesorio del título. La constitución del gravamen será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la correspondiente inscripción».

(46) Los artículos 908 a 919 del Código de Comercio establecen los derechos de los acreedores y otras personas relacionadas con los concursos, a la hora de determinar la masa de la quiebra. En ellos se recogen derechos de separación de bienes de la masa de la quiebra por razón de no pertenecer al concurso (*separatio ex iure dominii*) o porque garantizan determinados créditos (*separatio ex iure crediti*). La *separatio ex iure crediti* para los acreedores pignoraticios se encuentra recogida en el artículo 918 del Código de Comercio, que establece que «...Los acreedores con prenda constituida por escritura pública o en póliza intervenida por Agente o Corredor no tendrán obligación de traer a la masa los valores u objetos que recibieron en prenda, a menos que la presentación de la quiebra los quisiese recobrar satisfaciendo íntegramente el crédito a que estuvieren afectados».

Cuando se establecen derechos reales limitados sobre valores, las entidades encargadas del registro deben desglosar los saldos de valores afectados, para que no puedan transmitirse en el mercado (artículo 2 del Real Decreto 505/1987, sobre el mercado de deuda pública en anotaciones). Si los derechos reales son de garantía, solo pueden oponerse contra el derecho de otros acreedores si están inscritos. Además, solo permiten la *separatio ex iure crediti* en las situaciones concursales cuando se han constituido por documento público, a salvo lo que en el futuro pueda disponerse a favor de las entidades encargadas de la compensación y liquidación de los mercados en cuanto a las garantías aportadas por los miembros de los mismos para asegurar las liquidaciones.

VI.3.2.5. Préstamos con garantía de valores y préstamos de valores

El Código de Comercio en sus artículos 320 a 324 establece unas especialidades con respecto al préstamo con garantía de valores públicos, que redundan en una mayor protección del acreedor pignoraticio. Para que se trate de un préstamo con garantía de valores públicos de los descritos en estos artículos del Código de Comercio, son necesarios tres requisitos:

- Que se realice en póliza y con intervención de agentes colegiados.
- Que el derecho de prenda recaiga sobre efectos o valores públicos.
- Que se garantice un préstamo, no siendo aplicable a los casos en los que la garantía pignoraticia se refiera a otra cosa.

Cuando se suscribe un préstamo que cumple estos tres requisitos, se somete a lo previsto por esta parte del Código de Comercio, lo que tiene las siguientes consecuencias:

- El contrato se reputa siempre mercantil, lo que sitúa las relaciones entre los firmantes del mismo dentro de este ámbito.
- Dado el carácter de documento público del contrato, y como se ha visto anteriormente, el acreedor pignoraticio disfruta de la *separatio ex iure crediti* en los procedimientos concursales. El artículo 320 del Código de Comercio también parece establecer el derecho de separación absoluta de acreedor en todos los casos (47).

(47) En él se establece que «...El prestador tendrá, sobre los efectos o valores públicos pignorados, conforme a las disposiciones de esta sección, derecho a cobrar su crédito con preferencia a los demás acreedores, quienes no podrán retirar de su poder dichos efectos, a no ser satisfaciendo el crédito constituido sobre ellos». A este respecto, véase también el artículo 324 del mismo cuerpo legal.

- Además de la adscripción de los valores al crédito, el Código de Comercio recoge un procedimiento especial que asegura aún más el derecho del acreedor. Este procedimiento consiste, en primer lugar, en el bloqueo de los valores, que solo se podrá desactivar por la devolución del préstamo o por la ejecución de la garantía (48). También incluye un sistema especial de ejecución que no exige la intervención de notario (49).

Además de préstamos con garantía de valores, cabe la posibilidad de que se contraten préstamos de valores, de los regulados por los artículos 312 y 316 del Código de Comercio. En estos casos, se trata de traspaso de la propiedad de unos valores de una persona a otra por título de préstamo, con el acuerdo de devolución de *otro tanto del mismo género y especie* transcurrido el plazo del préstamo. El préstamo puede ser remunerado o gratuito, y los agentes pueden añadir, en su caso, garantías reales o personales específicas adicionales a la garantía universal personal del prestatario.

Desde el punto de vista del mercado, se trata de transmisiones de valores por título distinto a la compraventa, por lo que se deben comunicar al organismo rector del mercado. El cambio de propiedad solo es efectivo desde su inscripción en el registro correspondiente, que equivale, como ya se ha descrito, a la tradición de los valores.

VI.3.3. *Fundamento legal del registro de valores*

El principio del doble nivel de registro se encuentra recogido en el artículo 7 de la Ley del Mercado de Valores, que en su cuarto párrafo señala que *«...Cuando se trate de valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública, la llevanza del registro corresponderá a la Central de Anotaciones, como Registro Central, y a las Entidades Gestoras.»* La Ley explica más adelante el contenido de estas atribuciones, y, así, el artículo 56 señala que *«...La Central de Anotaciones llevará las cuentas de valores correspondientes a la totalidad de los valores admitidos a negociación en dicho mercado, bien de forma individualizada, en el caso de las cuen-*

(48) Esta es la lectura que se hace de lo dispuesto por el artículo 321 del Código de Comercio, que, refiriéndose a lo que debe hacer el organismo gestor del registro, señala que *«...se hará la transferencia a favor del prestador expresando, en la póliza, además de las circunstancias necesarias para justificar la identidad de la garantía, que la transferencia no lleva consigo la transmisión de la propiedad».*

(49) El procedimiento recogido por el artículo 323 del Código de Comercio señala que, transcurrido el plazo del préstamo sin haber sido satisfecho este, se puede pedir la ejecución de la garantía al organismo rector del mercado en que cotizan los valores, que debe adoptar las medidas necesarias para su venta en el mercado secundario.

tas a nombre propio de Titulares de Cuenta, bien de forma global, en el caso de las cuentas de clientes de las Entidades Gestoras». El mismo artículo también establece que «...Las Entidades Gestoras llevarán el registro de los valores de quienes no sean Titulares de Cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones y mantendrán en esta una cuenta global que constituirá en todo momento la contrapartida exacta de aquellos».

Uno de los aspectos más característicos del sistema español es que tanto en el caso de la Central de Anotaciones como en el de las entidades gestoras la atribución de la función registral tiene la misma dimensión. Son las inscripciones en una y otras las que implican transmisiones de valores, y son los contenidos de unas y otra los que, en cada caso, dan fe pública sobre la propiedad de los valores anotados (50).

VI.3.3.1. La Central de Anotaciones

La Central de Anotaciones tiene atribuida la llevanza del registro central de los valores de deuda pública en anotaciones y la organización, compensación y liquidación de las operaciones que se realicen. La llevanza del registro comporta las siguientes obligaciones:

- Debe reflejar con detalle las operaciones realizadas sobre valores anotados, los cambios de titularidad derivados de las mismas y el saldo mantenido por los titulares de valores.
- También debe registrar la constitución de derechos reales limitados y otros gravámenes sobre valores, lo que incluye el desglose e inmovilización de los valores y la emisión de la oportuna certificación.
- Debe anotar, cuando le sean comunicadas en la forma que describe el Reglamento del Mercado, las transmisiones de valores que se realicen.
- Administra, en cuanto a los saldos anotados en ella, la fe pública registral.

Por otra parte, el régimen de autorizaciones para ser titular de cuenta en nombre propio en la Central de Anotaciones se basa en lo dispuesto

(50) El artículo 7 de la Ley del Mercado de Valores establece que «...Cuando se trate de valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública, la llevanza del registro corresponderá a la Central de Anotaciones como Registro Central y a las entidades gestoras». En la definición de las consecuencias del sistema registral la Ley se refiere siempre a las entidades encargadas del registro, por lo que hay que entender que las gestoras también llevan un registro que puede dar fe pública.

en el artículo 58 de la Ley del Mercado de Valores. En general, las autorizaciones competen al Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta del Banco de España y previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El procedimiento para la negociación de la deuda pública en otros ámbitos está regulado en el art. 7 del Real Decreto 505/1987, sobre el mercado de deuda pública en anotaciones. En él se exigen los siguientes requisitos:

- Se tiene que solicitar dicha negociación, de acuerdo con un régimen específico de negociación y liquidación de operaciones, y debe ser autorizada por el Ministro de Economía y Hacienda.
- Debe existir un sistema de identificación de las operaciones revestido unas características concretas.

VI.3.3.2. Las entidades gestoras dentro del sistema registral

Las entidades gestoras son, junto con la Central de Anotaciones, las encargadas del registro, compensación y liquidación de las operaciones. La labor que deben realizar las entidades gestoras está sujeta a la reglamentación gubernamental, y así está expresado en el párrafo sexto del artículo 7 de la Ley, que dice que «...*El Gobierno establecerá, en relación con las distintas entidades a que se encomienda la llevanza de los registros contables y los distintos tipos de valores, las normas de organización y funcionamiento de los correspondientes registros, los sistemas de identificación y control de los valores representados mediante anotaciones en cuenta, así como las relaciones de aquellas entidades con los emisores y su intervención en la administración de valores*».

Entre los requisitos que exige el artículo 58 de la Ley del Mercado de Valores para ser entidad gestora, destacan la exigencia de que la entidad solicitante tenga la condición de sociedad o agencia de valores, entidad de depósito o sociedad mediadora del mercado de dinero. La autorización para ser entidad gestora, del mismo modo que la exigida para ser titular de cuenta, es otorgada por el Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta del Banco de España y previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El Proyecto de Reforma de la Ley del Mercado de Valores, en los términos que tiene actualmente, va a suponer un cambio en la condición de entidad gestora paralelo al que se va a producir en la condición de titular de cuenta: se pasará de que la condición de las entidades gestoras sea mixta, englobando tanto aspectos referidos a la intermediación como al

registro de operaciones, a que sea exclusivamente registral, sin otorgar funciones de mercado a los que la ostentan.

La definición de la labor de las entidades gestoras, tanto en la situación actual como en la que probablemente se producirá después de la reforma, desde las categorías mercantiles tradicionales, no es una tarea fácil. Parece claro que, desde el punto de vista económico, las entidades gestoras realizan lo que en otros países se denomina *custodia de valores*, ya que los inversores en deuda pública que no son titulares de cuenta en nombre propio en la Central de Anotaciones realizan sus inversiones a través de las entidades gestoras; Asimilando esta mediación en la tenencia de deuda a la que se produciría si se tratase de títulos físicos, parece que la idea de que los valores, que son propiedad de los terceros, están custodiados en una caja de seguridad del banco resulta una aproximación intuitiva del tipo de relaciones económicas surgidas entre los agentes.

En este caso, se entendería la gestión como una actividad de depósito, por la que los inversores dejarían sus valores bajo la custodia de la entidad gestora. Una de las peculiaridades más notables de este depósito sería su carácter necesario, ya que determinados agentes solo podrían ser titulares de valores a través de este tipo de depósito. Se trataría del depósito especial de cosa fungible, sin autorización de usar, por lo que no es subsumible en un préstamo (51). Las entidades gestoras serían depositarias de los valores y comisionistas en las liquidaciones, y la identificación exacta de los valores que realizan garantizaría la *separatio ex iure dominii* de los valores del depositante del patrimonio del depositario en una situación concursal.

Pero hay algunos aspectos que alejan la gestión de valores de la figura del depósito. El primero es que la legislación mercantil y la civil solo admiten el depósito de cosas, lo que no son los valores anotados, que están descosificados. En este sentido, los artículos 1.758 y siguientes del Código Civil, que definen el depósito civil, y los artículos 303 y siguientes del Código de Comercio, que definen el depósito mercantil, siempre que se refieren al depósito establecen como objeto de este cosas —y no bienes—. De la lectura de ambos articulados, además, se desprende claramente que el depósito en el ordenamiento español está reservado para las cosas muebles susceptibles de posesión física. Sobre la posibilidad

(51) El artículo 309 del Código de Comercio establece que «... Siempre que, con asentimiento del depositante, dispusiera el depositario de las cosas que fueren objeto de depósito, ya para sí o sus negocios, ya para operaciones que aquel le encomendare, cesarán los derechos y obligaciones propios del depositante y del depositario, y se observarán las reglas y disposiciones aplicables al préstamo mercantil, a la comisión o al contrato que en sustitución del depósito hubieren celebrado».

de establecer depósitos sobre valores anotados, véase Beltrán y Fernández Armesto (1992).

Además, la actividad de las gestoras comprende algo parecido a la dación de fe pública registral, que convierte los registros de las entidades gestoras en registros *cuasi-públicos*: la Ley impone una forma de llevar los registros, y una serie de presunciones basadas en ellos, que hacen difícil pensar que se trata solo de un contrato con efectos reales, pero privados, como el de depósito. Las entidades gestoras realizan una función pública, que es la llevanza del registro de deuda pública para sus clientes, que se ve reforzada por determinados aspectos:

- Las entidades gestoras dan fe pública, teniendo sus declaraciones de derechos un valor más importante que el de un simple testimonio. El que adquiere de buena fe y a título oneroso de un titular según los registros de la gestora es irreivindicable, lo que es una característica muy peculiar del derecho registral.
- Además, están obligadas a seguir la trayectoria de los valores desde su inscripción, cumpliendo con principios, como el de tracto sucesivo, que son ajenos a las relaciones típicas entre depositantes y depositarios.
- En repetidas ocasiones, la Ley se refiere a las entidades gestoras como encargadas del registro de los valores (artículo 7 y artículo 56 de la Ley del Mercado de Valores). Cuando se establecen los principios registrales del régimen de valores anotados en el capítulo II del Título I de la Ley (artículos 5 a 12) se hace referencia siempre a las entidades encargadas del registro, que en este caso son tanto la Central de Anotaciones como las entidades gestoras.
- Las entidades gestoras emiten certificados que garantizan la seguridad jurídica de determinados negocios con deuda anotada, ya que están obligadas a la inmovilización de los saldos de valores afectados por la certificación.

Si atendemos al Proyecto de Ley, la nueva configuración de la condición de las entidades gestoras reforzará aún más su consideración como registros *cuasi-públicos*, ya que su única función propia sería anotar por orden de los propietarios o de sus comisionistas, siempre miembros del mercado (52). Además, la posibilidad de que se produzcan administra-

(52) Cuando anotasen operaciones de sus clientes, sería porque confluyen en ellas las condiciones de miembro del mercado y de entidad gestora, y la primera les permitiría *ordenarse a sí mismas* la anotación (recuérdese que el Proyecto propone la separación de la negociación, por una parte, y la liquidación y el registro, por otra).

ciones de valores por agentes distintos de la propia entidad gestora, y la equiparación de la inscripción con la condición de poseedor del valor, también fortalecerán la idea de que las entidades gestoras desempeñan una función distinta del depósito de valores.

Sin embargo, hay algunos puntos que la regulación del mercado de deuda pública ha dejado de tratar, y que dependiendo de la solución que se les dé hacen resultar más o menos coherente la legislación registral referida a la deuda pública.

- El primero de ellos es el carácter público o privado del registro. Se trata de si las entidades gestoras tienen la obligación de informar a cualquier persona con un interés legítimo sobre las tenencias de deuda pública de sus clientes. En este caso, se produce una contraposición entre la misión pública del registro y el deber de secreto que, como intermediarios financieros, tienen las entidades gestoras. Cuando la petición de información se realiza judicialmente, prevalece la condición de registro público.
- El segundo punto conflictivo radica en si, dado el carácter público de la misión que desempeñan las entidades gestoras, dado su sometimiento a la autorización administrativa para el desempeño de su misión y dado que también existe una supervisión específica de sus sistemas de registro y liquidación, cabe pensar en la existencia de algún tipo de responsabilidad subsidiaria de la Administración por las malas prácticas llevadas a cabo por las entidades gestoras. En cualquier caso, estos problemas ponen de manifiesto el difícil encaje que tiene en nuestro ordenamiento la importación de figuras jurídicas ajenas al mismo, y que son respuesta a problemas que en nuestro país se han resuelto de otra forma (53).

La caracterización de la actuación de las entidades gestoras está incluida en el Real Decreto 505/1987, sobre mercado de deuda pública en anotaciones, y de ella se ha dado cuenta casi totalmente en las líneas precedentes. Hay que señalar, simplemente, que la liquidación de operaciones se debe inspirar en el Real Decreto 623/1993, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, salvo si son entre miembros del mercado, en cuyo caso, además, deberán seguir los principios generales de liquidación: entrega contra pago, irrevocabili-

(53) Al definir a las entidades gestoras, el legislador español se ha situado siempre a medio camino entre el registro público y la actividad del custodio. El resultado, que es enriquecedor en muchas de sus consecuencias, conlleva problemas como el que se ha presentado, si se desea que exista titularidad directa de los valores de los clientes —lo que, en general, no se produce en la custodia de valores anotados según los ordenamientos extranjeros—.

dad de las órdenes transmitidas y liquidación en la fecha-valor determinada por las partes.

VI.3.3.3. *La fiducia de valores*

La fiducia o fideicomiso es un contrato por el cual una persona, el fiduciario, encarga a otra, el fideicomisario, que tome determinada posición contractual en su nombre, no siendo esta sustitución del dominio público; así, el fideicomisario realiza operaciones por cuenta propia que, en realidad, son por cuenta ajena. La motivación del fideicomiso puede ser variada: desde la ocultación del verdadero patrimonio a la conservación de los bienes en situaciones en las que la condición personal del fiduciario los haría peligrar.

El ordenamiento jurídico español solo regula expresamente el fideicomiso testamentario, estableciendo una serie de cautelas para su validez. Sin embargo, de la libertad general de contratación que se desprende de la legislación general y de la legislación mercantil, hay que concluir que, en cuanto no se opongan a la Ley, la costumbre o los principios generales de derecho, los pactos por los que una parte sustituye a la otra en la contratación, sin conocimiento de las contrapartidas en esta, son perfectamente válidos. De hecho, en muchos casos se tratará de un tipo especial de comisión mercantil, aquella en la que el comisionista contrata por su cuenta y riesgo sin revelar su comitente (54).

En el ámbito de los valores negociados, es posible que un agente compre valores en sustitución de otro, y los mantenga en sus cuentas propias de valores. Se debe entender que, en esta situación, los valores son propiedad de quien los tiene registrados como propios. El fiduciario solo es titular de un derecho de crédito contra el fideicomisario, ya que es claro, según el artículo 9 de la Ley del Mercado de Valores, que la transmisión de los valores se realiza por transferencia contable, lo que no se produce en este negocio jurídico. La trascendencia jurídica de este hecho es grande: el fiduciario es, en realidad, un simple acreedor del fideicomisario, sin que su derecho sobre los valores esté protegido *erga omnes*. Ello quiere decir que no es el propietario de los valores desde ningún punto de vista, lo que hace que, por ejemplo, en situaciones concursales el fideicomisario no goce de ningún tipo de derecho de

(54) El artículo 246 del Código de Comercio señala que «...Cuando el comisionista contrate en nombre propio, no tendrá necesidad de declarar quién sea el comitente, y quedará obligado de un modo directo, como si el negocio fuese suyo, con las personas con quienes contratase, las cuales no tendrán acción contra el comitente, ni este contra aquellas, quedando a salvo siempre las que respectivamente correspondan al comitente y al comisionista entre sí».

separación, concurriendo con el resto de los acreedores a la masa de la quiebra.

En realidad, cuando se habla de fiducia se tiende a pensar en una propiedad aparente y en otra real, esta última de alguna manera reconocida por el ordenamiento jurídico. Pero aunque el pacto fiduciario sobre titularidad de valores está permitido, no puede surtir más efectos para terceros que los que se derivan de las relaciones aparentes; el pacto fiduciario rige, lógicamente, las relaciones entre las partes.

Así, es posible que parte de los valores que un agente tenga anotados en su cuenta propia se mantengan en ella por cuenta ajena. Pero este hecho no significa que los comitentes sean los verdaderos titulares de los valores: para el ordenamiento jurídico, los valores no pueden ser más que de quien los tiene anotados a su favor. Los agentes por cuya cuenta se compraron los valores solo son titulares de un derecho de crédito, de carácter personal, contra el titular de los mismos, por los valores anotados (55).

VI.3.3.4. *La consonancia de las cámaras de compensación internacional con nuestro derecho registral*

Las cámaras de compensación internacionales son entidades privadas de carácter internacional, en las que se puede anotar la propiedad de activos financieros de gran variedad de países. Las ventajas que proporcionan la homogeneidad de negociación y el mismo proceso de liquidación hacen de estas cámaras el lugar de contratación ideal para el inversor internacional; además, están sujetas a un cierto sigilo profesional, que hace su negociación opaca para muchas autoridades fiscales nacionales.

Estas organizaciones se comportan como simples custodios de valores, sin que, según sus estatutos, puedan mantener posiciones por cuenta propia. En la mayoría de los casos, la custodia se produce efectivamente: se constituyen en depositarias de los títulos físicos, y realizan los

(55) Se podría argumentar, forzando el concepto de depósito, que se produce algún tipo de depósito en la fiducia, y que, como en cualquier otro depósito, el ordenamiento reconoce validez *erga omnes* al derecho del depositario, con tal de que no comprenda la autorización de usar —ya que, de darse esta, sería un préstamo— y de que se documente convenientemente. Sin embargo, ya se ha señalado la imposibilidad de que se produzca un depósito con valores anotados, no solo porque el Código de Comercio exige el carácter de cosa al objeto del depósito, sino también porque no es posible el depósito de algo no susceptible de posesión física. Por ello, aunque se denomine, por analogía, depósito o custodia de valores a la fiducia, no parece posible que a los contratos de este tipo se les apliquen las normas españolas sobre depósitos.

cobros de cupones y demás actos de administración de los mismos por cuenta de sus clientes, abonando efectivos y saldos de valores (56) en las cuentas de sus clientes.

Entre los saldos de valores anotados en las cámaras de compensación internacional, se encuentran valores de deuda pública española. Las cámaras de compensación internacional anotan sus saldos globales en entidades gestoras españolas, abriendo un tercer nivel de registro con respecto a los valores anotados. Este nivel de registro se encuentra reconocido funcionalmente, de forma que el manual de la Central de Anotaciones establece procedimientos especiales sobre él, e incluso el Gobierno ha dispuesto la devolución de las retenciones a los agentes no residentes que sean titulares de valores de deuda pública española según los registros de estas cámaras de compensación (57).

La apariencia jurídica, apoyada en este caso por el Real Decreto citado, parece admitir que estas cámaras de compensación sean un tercer nivel de registro para la deuda pública española. Sin embargo, la Ley del Mercado de Valores señala en dos ocasiones que las entidades encargadas del registro son, con exclusividad, la Central de Anotaciones y las entidades gestoras del mercado de deuda pública en anotaciones (artículos 7 y 56 de la Ley). Es, pues, muy difícil de admitir, desde el punto de vista del ordenamiento español, que una entidad distinta de las entidades gestoras y de la Central de Anotaciones pueda registrar deuda pública.

Si las cámaras de compensación internacional no pueden ser registros de deuda pública (58), es claro que los titulares de saldos en ellas no son titulares de valores de deuda pública española, porque, como se ha dicho en el apartado anterior, solo son propietarios de deuda pública los inscritos como tales en un registro oficial. Desde el punto de vista del derecho español, pues, las propietarias de los valores son, en

(56) Con respecto a los títulos físicos, las cámaras de compensación internacional realizan una conversión en anotaciones en cuenta similar, en cierta medida, a la que realizaba el servicio de compensación y liquidación bursátil español con anterioridad a la Ley del Mercado de Valores.

(57) El artículo 2.2 del Real Decreto 1285/1991, de 2 de agosto, por el que se establece el procedimiento de pago de intereses de deuda pública a los no residentes sin establecimiento permanente, refiriéndose al procedimiento de devolución de intereses, y en concreto a la identificación de los no residentes, señala que «...*Cuando se trate de operaciones (...) que se hayan canalizado a través de una entidad de compensación y depósito de valores reconocida a estos efectos por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, la entidad en cuestión deberá, de acuerdo con lo que conste en sus propios registros, certificar ante la entidad gestora el nombre y residencia fiscal de cada titular de valores*».

(58) Lo cual, además, es lógico, porque de otro modo se estaría atribuyendo una función pública, cual es el registro de operaciones, a una entidad privada no residente y no sometida a ningún tipo de supervisión.

todo caso, las cámaras de compensación internacional, como clientes de las entidades gestoras en las que anotan sus saldos globales, teniendo los titulares según estas cámaras solo derechos de crédito de carácter personal contra ellas. La custodia de los valores que realizan es difícil de entender, desde el punto de vista del derecho español, como un depósito, según lo que se ha argumentado al tratar la fiducia de valores.

VI.3.4. Miembros del mercado y otros participantes

VI.3.4.1. Miembros del mercado

En la actualidad, los miembros del mercado de deuda pública son los titulares de cuenta y las entidades gestoras. La caracterización de ambos tipos de entidad se encuentra en el capítulo III (tomo I), por lo que basta decir, en lo referente a sus capacidades, lo que recoge el artículo 56 en su último párrafo: «... *En mercado de deuda pública en anotaciones, los titulares de cuentas a nombre propio en la Central de Anotaciones solo podrán operar por cuenta propia. Las entidades gestoras podrán operar bien por cuenta propia y ajena, bien solo por cuenta ajena*». Lo que determina que una entidad gestora pueda actuar por cuenta propia es que también reúna la condición de titular de cuenta. Nótese que, como se ha señalado al indicar las características del sistema formado por la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, y el Real Decreto 505/1987, sobre el mercado de deuda pública en anotaciones, las características registrales y de mercado de sus miembros se confunden, de forma que el acceso a la negociación implica la posesión de una condición registral determinada.

Así pues, las actividades que se pueden realizar en el mercado son la contratación por cuenta propia y por cuenta de clientes. Cuando una entidad realiza operaciones en el mercado por cuenta propia, siempre opera en nombre propio, lo que quiere decir que del cumplimiento de la operación —cuya liquidación podría producirse días después de su contratación— responde directamente el miembro del mercado; en el caso de que realice sus operaciones a través de una entidad gestora, existe también la garantía de dicha entidad, que no puede incumplir con sus obligaciones de compensación y liquidación de operaciones.

Lo mismo ocurre cuando una entidad gestora acude al mercado para comprar deuda pública por cuenta de su cliente. En este caso, también se trata de una operación en nombre propio, de forma que el único responsable del cumplimiento de la obligación es la gestora, sin que se puedan producir reclamaciones entre el comitente del miembro del mercado

y sus contrapartidas en la negociación (59). Como es lógico, los miembros del mercado son siempre responsables por las operaciones que cruzan, debiendo asegurar su derecho en la contratación de los términos de la comisión con su cliente.

La separación de los ámbitos de contratación y de liquidación de operaciones que propone el Proyecto de Ley simplificará de forma notable las categorías de miembros del mercado, que se reducirán a una, que sustituya la distinción actual entre titulares de cuenta y entidades gestoras de antes de la reforma de la Ley del Mercado de Valores. Si el Proyecto llega a buen fin, los miembros del mercado estarán autorizados a realizar cualquier operación propia del mercado, con tal de que su estatuto jurídico de actividades se lo permita.

La condición de miembro de mercado dará acceso a los foros de cotización y contratación del mismo; también conferirá una situación especial en cuanto al registro de los valores y la liquidación de las operaciones. Los miembros del mercado podrán realizar operaciones en el mercado secundario entre miembros, así como formar parte de los foros de negociación que en él existan, sin ninguna traba legal (60). En cuanto a la liquidación de operaciones y el registro de valores, o bien serán titulares de cuenta en nombre propio, y liquidarán en la Central de Anotaciones, o bien liquidarán a través de una entidad gestora, que deberá diferenciar los saldos que tiene anotados cada uno de los miembros del mercado con cuenta en ella.

VI.3.4.2. Los mediadores del mercado de deuda pública

Las normas de conducta que afectan a los mediadores del mercado de deuda provienen de un artículo publicado en el *Boletín económico* del Banco de España de enero de 1988, en el que se definen las relaciones entre el organizador del mercado y los mediadores del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, y de la Ley del Mercado de Valores, que im-

(59) Se trata de una figura muy cercana a la comisión mercantil del artículo 246 del Código de Comercio —véase nota 17 del capítulo IV—. Cuando el miembro del mercado acude por cuenta de su cliente al mercado, lo hace obligándose efectivamente. Por ello, muchos miembros del mercado exigen provisiones de fondos para las operaciones de compra, lo que les permite eliminar el riesgo de impago del cliente.

(60) Ello no quiere decir que puedan acceder en todos los casos a todos los foros de negociación: la autorregulación, que tradicionalmente se ha producido en los ámbitos de cotización y negociación del mercado, podría limitar el acceso a las zonas de contratación de alta solvencia. Es labor de las autoridades, en todos los casos, que no sean requisitos discriminatorios, de los prohibidos por la Directiva de Servicios de Inversión, la base de la exclusión de un miembro del mercado de alguno de estos foros.

pone que las entidades mediadoras en valores sean sociedades o agencias de valores (61).

El Proyecto de Reforma de la Ley del Mercado de Valores no ha incluido ninguna previsión específica sobre estos agentes, aunque parece existir la voluntad de incluir dicha caracterización en su desarrollo. Se está pensando que se defina la mediación en el mercado de deuda pública como la puesta en contacto de las partes que intervengan en las operaciones del mercado, sean estas miembros o no del mismo, en los términos que establezca el Reglamento del Mercado. Esto no solo comprende la puesta en contacto de los miembros del mercado, sino también la puesta en contacto de estos con terceros, e incluso la puesta en contacto de terceros entre sí. La mediación así entendida debe considerarse como uno de los servicios de inversión que se pueden realizar con valores negociables, y las entidades que la realizan deben ser consideradas empresas de servicios de inversión, y como tales dotadas de pasaporte comunitario (62).

Por otra parte, la ampliación de la mediación a la negociación con no miembros del mercado de deuda pública no alteraría sustancialmente la inspiración jurídica actual de la mediación. Según esta, cuando el mediador llegue a contratar la operación, se tratará de un tipo especial de comisión mercantil en nombre y por cuenta de terceros, mientras que cuando solo ponga en contacto a las partes que intervienen en ella, se tratará de un arrendamiento de servicios. Con la comisión por cuenta y en nombre de terceros guarda los siguientes paralelismos:

- En primer lugar, el comisionista en nombre y por cuenta de terceros debe comunicar a las personas con las que contrata los datos personales de su comitente, como ocurre en la mediación en el mercado de deuda pública (63).
- Además, y del mismo modo que ocurre con los mediadores, el comisionista en nombre y por cuenta de terceros solo está obligado por el contrato que suscribe en lo que no se reconozca por el co-

(61) El artículo 70 de esta Ley señala que solo las agencias y sociedades de valores pueden prestar determinados servicios relacionados con valores, entre los que se encuentra la mediación.

(62) Los mediadores del mercado, según el estatuto jurídico que tienen ahora, no serían empresas de servicios de inversión, a pesar de ser el que prestan un servicio de inversión, ya que la Directiva de Servicios de Inversión excluye de su ámbito de aplicación a las empresas que se dedican solamente a la mediación entre miembros de un mercado. Este hecho podría ser perjudicial para los mediadores españoles, porque no podrían competir con las empresas de servicios de inversión europeas en los mercados europeos y, sin embargo, estas sí podrían dedicarse a mediación —sin exclusividad— en el mercado español.

(63) Más adelante se verá que esto no es así en la mediación en redes de contratación ciega.

mitente la comisión, y no dé prueba de ella. Una vez probada o reconocida, las obligaciones del contrato afectan a su comitente y a las personas que han contratado con él.

- En tercer lugar, tanto la comisión en nombre y por cuenta de terceros como la mediación hacen nacer vínculos jurídicos directos entre los comitentes y las personas que contratan con el comisionista, que permiten el ejercicio de acciones entre ellos basadas en los términos del contrato.
- Por último, tanto el mediador como el comisionista por cuenta de terceros responden ante el comitente por el cumplimiento diligente de la comisión realizada.

Así, la mediación en el mercado de deuda pública es, generalmente, una comisión de carácter especial, ya que se trata de vender a comisión lo que otra persona compra a comisión, cobrando de uno y de otro —lo que, según el artículo 267 del Código de Comercio, solo se puede hacer concurriendo la autorización de las partes—. En cualquier caso, se trata de un contrato remunerado, de la misma forma que es remunerado si se trata de un simple arrendamiento de servicios. El precio de la mediación, que se denomina muy frecuentemente corretaje, se determina libremente por las entidades mediadoras.

VI.3.4.3. Las redes de contratación ciega

Desde la creación del mercado de deuda pública, ha venido funcionando un foro especial de contratación, reservado a agentes de la máxima solvencia, denominado mercado ciego o red de contratación ciega. Este ámbito, que presenta la ventaja de que los participantes no conocen sus contrapartidas en las operaciones, de forma que los precios obtenidos son los correspondientes a la máxima solvencia, nació de una iniciativa patrocinada en mayor o menor medida por el Banco de España. Alrededor de la Asociación de Negociantes en Deuda Pública en Anotaciones, tomó cuerpo el proyecto, y terminó convirtiéndose en el foro de negociación existente en la actualidad. El mercado ciego está servido por unos mediadores especiales —agrupados en la Asociación de Mediadores— que realizan el *cegado* de las operaciones.

Desde sus inicios, los compromisos entre los participantes en la red ciega se mantuvieron dentro del ámbito contractual: eran pactos privados los que originaban, y siguen originando, la mayor parte de las obligaciones de las entidades participantes en esta red. Sin embargo, la intervención pública se ha producido de forma creciente, fundamentalmente por

la función directriz asumida por el Banco de España y por los lazos existentes entre los creadores del mercado y los negociantes de deuda. La reforma de la Ley del Mercado de Valores ha incluido algunas previsiones sobre las redes de contratación ciega al regular los mediadores del mercado, para incluir los casos en los que se puede crear este tipo de redes.

Dentro de la red de contratación ciega existente en la actualidad, el acuerdo entre mediadores y negociantes ha generado el código de operativa del mercado, el código de conducta de los mediadores, la regulación de un comité de vigilancia y las normas pertinentes a una serie de operaciones y sistemas de cotización propios del mercado. El patrocinio del Banco de España, por su parte, ha determinado la existencia de un requisito mínimo de negociación en la red ciega para pertenecer a la Asociación de Negociantes de Deuda, así como la elaboración de una lista de entidades ordenadas según los méritos de cada una de ellas para ser creadoras de mercado, méritos que se evalúan según un sistema de ponderación que también procede del patrocinio del Banco de España. Del Tesoro procede, finalmente, la definición del estatuto del creador de mercado.

Para finalizar, hay que señalar que la actuación de los mediadores en las redes de contratación ciegas también es, de alguna manera, una comisión mercantil en nombre y por cuenta de terceros, si bien con la particularidad de que no revelan a cada contrapartida el nombre de su contraria. Esto se puede justificar por el carácter contractual que tienen las obligaciones de los participantes en la red ciega: podría entenderse que existe una renuncia expresa de los contratantes a conocer sus contrapartidas en las operaciones, condicionada al buen fin de las mismas, porque es claro que en supuestos litigiosos el mediador daría a conocer quiénes son las partes implicadas.

VI.3.5. Los procedimientos concursales

VI.3.5.1. Los valores en los procedimientos concursales

El régimen aplicable a los valores de deuda pública en los procedimientos concursales no difiere, básicamente, del que se aplica a otros bienes y derechos. Como otros bienes y derechos, forman parte del patrimonio de su propietario, y están sujetos al pago de las deudas que sobre este pesan. En las quiebras, se venden para la satisfacción de la masa de acreedores, y en la evaluación de la insolvencia se computan por su valor de mercado. Como ocurre con el resto de valores anotados, constituyen a sus propietarios en acreedores privilegiados del Código de

Comercio en el caso —para la deuda pública, improbable— de quiebra de su emisor. No presentan, en definitiva, grandes diferencias con el resto de bienes y derechos.

Sin embargo, sí existen algunos puntos en los que el régimen de valores reviste algunas especialidades. En la mayoría de los casos, ya se han ofrecido en este capítulo las claves que justifican dichas especialidades, por lo que su exposición se limita a su enumeración, acompañada por un breve comentario:

- En primer lugar, si se produce una situación concursal estando contratada pero no liquidada una operación simple, es claro que el principio de entrega contra pago impide que el concurso reciba la prestación sin entregar la contraprestación. Además, el incumplimiento de la contraprestación por el concurso podría dar lugar a daños y perjuicios a favor de quien no incumple, para cuya satisfacción se sumaría a la masa de acreedores comunes de este.
- Si la situación concursal se produce estando contratada una operación doble y realizada y liquidada la primera de las dos operaciones que la componen, se produce la resolución de pleno derecho del pacto de recompra, según la disposición adicional séptima de la Ley 3/1994, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, por la que se introducen otras modificaciones en el sistema financiero.
- Cuando se produce la quiebra o la admisión a trámite de una solicitud de suspensión de pagos de una entidad gestora, la Central de Anotaciones debe proceder de oficio, sin coste para el inversor, a trasladar los saldos de terceros que esta entidad mantenga a otra entidad gestora. Ello refuerza la idea de que los verdaderos propietarios de los valores son los titulares registrales, que por ello gozan de la *separatio ex iure dominii* sobre ellos en los procedimientos concursales.
- Cuando se produzca la quiebra de un deudor que ha garantizado su crédito con valores mediante documento público, su acreedor goza de *separatio ex iure crediti* sobre los valores, lo que permite sustraer los valores de la masa de la quiebra y, en su caso, ejercer el derecho de abstención en el convenio de acreedores. Además, existe un procedimiento especial de ejecución a través del organismo rector del mercado.
- Si la garantía de valores no se ha documentado de forma pública, el acreedor pignoraticio es un acreedor privilegiado del Código de

Comercio, lo que hace que su crédito se deba satisfacer antes que los créditos de los acreedores privilegiados del derecho civil y que los créditos de los acreedores comunes en las situaciones concursales.

Existen otras especialidades relacionadas con las garantías que pueda exigir la Central de Anotaciones para las liquidaciones, que se tratan en el apartado siguiente.

VI.3.5.2. Derecho de separación sobre las garantías

Además de en los sistemas que a lo largo de todo el capítulo se han ido describiendo, el legislador ha mostrado su preocupación por garantizar las liquidaciones del mercado en el establecimiento de la posibilidad de que se exija a los participantes en ellas la aportación de garantías, y su actualización cuando varíe el nivel de riesgo asumido.

Algunas enmiendas presentadas al Proyecto de Reforma de la Ley del Mercado de Valores proponen que las prendas a favor de las cámaras pueden constituirse mediante documento público, mediante documento privado e incluso mediante declaración unilateral, atribuyéndoles siempre la *separatio ex iure crediti* de las garantías en caso de situación concursal.

VI.3.6. Normativa aplicable a los valores de deuda pública anotada

En el ordenamiento español, la norma suprema es la Constitución Española, aprobada el 27 de diciembre de 1978. Toda disposición normativa, de rango legal o reglamentario, es nula en lo que se oponga a ella. La Constitución hace pocas referencias a los mercados de valores, pero dedica a la deuda pública un artículo, el 135, en el que establece las garantías para el pago de principal e intereses de la deuda del Estado.

Además de la Constitución, son las leyes, como expresión de la voluntad popular, las que rigen la vida pública. Dentro del Estado, existen dos tipos de leyes, las orgánicas y las ordinarias. Contra lo que se pudiera pensar, no existe ningún tipo de jerarquía entre ellas, y es solo la materia regulada la que determina la necesidad de ley orgánica. En general, el derecho de valores es materia de ley ordinaria, aunque algunos de sus aspectos pueden ser objeto de leyes orgánicas (por ejemplo, la definición de los delitos en este ámbito).

Dentro de las leyes, solo rige el principio de que la ley posterior deroga a la anterior, de forma que serán derecho aplicable al mercado de valores las leyes más recientes, primero, con que regulen aspectos relacionados con este, y luego las menos recientes. Actualmente, son derecho aplicable al mercado de valores:

- El Real Decreto Legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley General Presupuestaria. En esta disposición legal se encuentran, sobre todo, las disposiciones referentes a los modos de endeudamiento del Estado y la forma de fijar la cuantía máxima de este.
- Cada una de las leyes de presupuestos, que son, como el texto refundido citado anteriormente, leyes ordinarias. En la medida en que sean posteriores, prevalecerán sus disposiciones sobre las de la Ley General Presupuestaria.
- La Ley del Mercado de Valores, que, como se ha ido señalando durante todo el capítulo, constituye el pilar fundamental de la legislación sobre valores negociables.
- El Código de Comercio, como legislación subsidiaria a la específica cuando los negocios realizados con valores sean considerables actos de comercio, ya por haberlos realizado un comerciante, ya por ser en sí mismos actos de comercio (64). Si son actos de comercio y no contratos mercantiles (65), después de las leyes específicas y del Código de Comercio son aplicables los usos de comercio de cada plaza, y después el derecho común (artículo 2 del Código de Comercio). A los contratos mercantiles, después de la legislación específica y del Código de Comercio, les es aplicable el derecho común en lo referente a requisitos, modificaciones, excepciones, interpretación, extinción y capacidad de los contratantes, siguiendo otras materias —como podría ser el precio, por ejemplo— la prelación de fuentes aplicable a los actos de comercio.
- La legislación común o los usos de comercio, dependiendo del carácter del acto.

La mayoría de las leyes están complementadas por disposiciones que las desarrollan, los reglamentos. La atribución de la potestad regla-

(64) Las operaciones del mercado de deuda pública, y la gran mayoría de los negocios jurídicos con valores, son actos de comercio y contratos mercantiles.

(65) Son contratos mercantiles los acuerdos entre dos partes sujetos a la legislación mercantil. Los actos de comercio comprenden los contratos mercantiles y una serie de actos que no consisten en un acuerdo —ofertas de venta, por ejemplo—.

mentaria general, de acuerdo con la Constitución y con la leyes, corresponde al Gobierno, según el artículo 97 de la Constitución Española. Ello significa que, en lo que no digan la Ley o la Constitución otra cosa, es el Gobierno el que debe desarrollar las leyes. En general, las disposiciones emanadas de la máxima autoridad del poder ejecutivo cobran la forma de Real Decreto; los de aplicación más inmediata al mercado de deuda pública son los siguientes:

- Real Decreto 505/1987, sobre el mercado de deuda pública en anotaciones, que establece las líneas fundamentales del mercado, basado en la ya mencionada potestad general reglamentaria del Gobierno.
- Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles. La vocación de este Real Decreto es la de ser de aplicación subsidiaria a la reglamentación específica en materia de deuda pública.
- Real Decreto 629/1993, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios.
- Los reales decretos por los que, cada año, se autoriza al Ministerio de Economía y Hacienda a realizar determinadas emisiones de deuda del Estado y del Tesoro.

Un requisito que deben cumplir todas las disposiciones con rango inferior al legal, como son los reglamentos, es el de no oponerse a lo que dice la ley, ya que son nulos en la parte que lo haga. Tampoco pueden regular aspectos no tratados por la ley, ya que la competencia de la ley es universal; sin embargo, en ámbitos tan técnicos como los mercados de valores, es lógico que los reglamentos entren en detalles técnicos no previstos por la ley, lo cual no quiere decir que estén regulando fuera de ella.

Existen otras disposiciones ministeriales, e incluso de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, que, en lo que no realicen una labor de desarrollo establecida expresamente por leyes o reglamentos, solo pueden suponer aclaraciones, o establecimiento de procedimientos, a lo establecido reglamentariamente. Este es el caso, por ejemplo, de las disposiciones que el Ministerio de Economía y Hacienda y el Tesoro hacen al principio de cada año para fijar el calendario de emisiones de valores de deuda pública, y el de las órdenes ministeriales referidas al mercado.

Por último, las circulares del Banco de España son también derecho aplicable al mercado de deuda pública, en lo que desarrollen la legislación del mercado y su reglamentación.

BIBLIOGRAFÍA

- DE CARLOS, L. y J. FERNÁNDEZ-ARMESTO (1992). *El Derecho del Mercado Financiero*, Civitas, Madrid.
- IGLESIAS, I. y J. ESTEBAN (1995). *Repos y simultáneas: estudio de la normativa*, Documento de Trabajo nº 9518, Servicio de Estudios, Banco de España.
- JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. (1987). «La experiencia de los pagarés», en *Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado. Ciclo de conferencias, disposiciones legales, dictámenes y estudios preparatorios*, Centro de Formación, Banco de España.
- OLARRA, J. M. (1976). *Medidas de política monetaria adoptadas en el período 1957-1976*, Estudios Económicos, serie A, nº 5, Servicio de Estudios, Banco de España.
- OLARRA, J. M. y P. MARTÍNEZ MÉNDEZ (1982). *La deuda pública y la Ley General Presupuestaria*, Documento de Trabajo nº 8203, Servicio de Estudios, Banco de España.
- OLIVENCIA, M. (1987). «La incorporación del derecho al título y su desincorporación», en *Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado. Ciclo de conferencias, disposiciones legales, dictámenes y estudios preparatorios*, Centro de Formación, Banco de España.
- ORTEGA, R. (1995). «Los Pagarés del Tesoro: un nuevo instrumento de deuda pública», en *Revista de derecho bancario y bursátil*, nº 9.
- PIÑEL, E. (1987). «Las entidades gestoras en el sistema de anotaciones en cuenta», en *Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado. Ciclo de conferencias, disposiciones legales, dictámenes y estudios preparatorios*, Centro de Formación, Banco de España.
- ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Á. (1987). «El sistema español de anotaciones en cuenta. Análisis del proyecto de Real Decreto regulador», en *Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado. Ciclo de conferencias, disposiciones legales, dictámenes y estudios preparatorios*, Centro de Formación, Banco de España.
- SÁNCHEZ CALERO, F. (1987). «La Bolsa y el sistema de anotaciones en cuenta», en *Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado. Ciclo de conferencias, disposiciones legales, dictámenes y estudios preparatorios*, Centro de Formación, Banco de España.
- (1994). *Instituciones de Derecho Mercantil*, 17ª edición, Revista de Derecho Privado, Madrid.
- UBIRÍA, S. (1987). «La Central de Anotaciones y su operativa», en *Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado. Ciclo de conferencias, disposiciones legales, dictámenes y estudios preparatorios*, Centro de Formación, Banco de España.
- URÍA, R. (1996). *Derecho Mercantil*, 23ª edición, Marcial Pons Libreros, Madrid.
- ZURITA, J. (1987). «Las compraventas simultáneas», en *Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado. Ciclo de conferencias, disposiciones legales, dictámenes y estudios preparatorios*, Centro de Formación, Banco de España.

