



FACULTAD DE C.C.E.E.

ARMONIZACIÓN DEL SISTEMA DE LIQUIDACIÓN Y REGISTRO DE VALORES EN EUROPA

Autor: Antonio Lacasa del Campo

Director: María Coronado Vaca

Madrid
Mayo 2015

Antonio
Lacasa
del Campo

**ARMONIZACIÓN DEL SISTEMA DE LIQUIDACIÓN Y REGISTRO DE VALORES EN
EUROPA**



Índice

1	Introducción.....	2
1.1	Objetivo del TFG	2
1.2	Justificación del Tema	2
1.3	Metodología y Estructura.....	3
2	Sistemas Actuales	5
2.1	España	5
2.1.1	Registro y Liquidación del Mercado Bursátil.....	5
2.1.2	Sistema de Registro y Liquidación del Mercado de Deuda Pública y AIAF.	7
2.1.3	Otros Mercados	10
2.2	Alemania.....	10
2.3	Italia	11
2.4	Francia.....	12
3	Reforma Europea: Target 2 Securities	14
3.1	¿Qué es T2S y cómo funciona?	15
3.1.1	Principios Generales del Target 2 Securities	17
4	Proceso de Armonización	21
4.1	Fase de Preparación (2006-2008).....	21
4.2	Fase de Especificación (2008-2012).....	22
4.3	Fase de Desarrollo (2009-2014)	23
4.4	EAT (2014)	25
4.5	Fase de Pruebas de los Usuarios (2014-2017)	25
4.6	Fase de Migración (2015-2017)	26
4.7	Olas de Migración	27
5	Reformas en España	29
6	Conclusiones	31
7	Bibliografía	33

1 Introducción

1.1 Objetivo del TFG

La realización de este trabajo tiene como objetivo alcanzar a comprender las medidas que se están tomando a nivel europeo para integrar los diferentes mercados. Parece importante ver que, pese a que hace tiempo que cayeron las barreras físicas entre los países y se destruyeron las aduanas y fronteras restrictivas al tráfico de personas y materiales, el movimiento de dinero sigue estando bastante limitado, aun compartiendo la gran mayoría de los países una misma moneda.

Creo que es necesario no sólo explicar lo que se está haciendo en el mundo de la liquidación de valores, sino que también es necesario entender las causas de estos cambios, por lo oxidados y obsoletos que se encuentran algunos sistemas, además de por los grandes costes que supone mover el dinero desde un país hacia el vecino.

Por otro lado, creo que otro de los objetivos fundamentales de este trabajo es la comprensión y el acercamiento a un área, el de los procesos que se dan después de la negociación en los mercados, que en general es desconocido o pasado por alto a la hora de hablar del funcionamiento de los mercados. Irónicamente, todos estos procesos “post-trading”, tienen un enorme impacto a la hora de elegir un mercado para realizar las operaciones o elegir otro diferente, debido, entre otras cosas, al precio de las transacciones, al tiempo que se tardan en realizar y a la facilidad o dificultad que supone la entrada en el sistema. Todo esto, hace del estudio de este sector de las finanzas, algo mucho más interesante de lo que pudiera parecer a simple vista, y además me parece de utilidad su estudio en profundidad para permitir realizar mejoras y reformas cada vez más acertadas y que reduzcan la complicación de los procesos de registro y liquidación en la Unión Europea.

1.2 Justificación del Tema

Creo importante entender que las reformas para conseguir destruir las barreras dentro de la Unión Europea no solamente afectan a reformas políticas como la desaparición de las aduanas, o la creación de un mercado común, sino que también afectan a otros sectores importantes de la economía, como el mundo financiero.

Además, el mundo de los Depositarios Centrales de Valores no es especialmente conocido por los usuarios, ni siquiera por aquellos expertos en el mundo financiero que no se hallan especializados en esta área. Por lo tanto, considero altamente interesante el estudio, no sólo de las reformas, sino del funcionamiento actual de los mercados más allá de las funciones realizadas por una entidad financiera o por un gestor de carteras. Es más, en la Zona Euro existen en este momento 19 Depositarios Centrales de Valores (CSD a partir de ahora) y casi 40 dentro de la Unión Europea, en contraste con lo que ocurre en Estados Unidos, donde existe un solo CSD llamado Depository Trust and Clearing Corporation, encargado de toda la liquidación de todos

los bonos y activos corporativos; y la Reserva Federal encargada de la gestión de todos los valores emitidos por el gobierno, agencias generales y las empresas públicas.

Es cierto, que se creía que esta situación de un gran número de agentes que operan de forma monopolística dentro de cada mercado se iba a solucionar a través de la concentración de empresas del sector. Sin embargo, las fusiones producidas no han sido tan altas como se esperaba, ni tampoco en las direcciones deseadas por el Banco Central Europeo a la hora de realizar las reformas anteriores. Las fusiones que se han realizado han sido como las del mercado español, en las que las bolsas se han unido al CSD para formar un grupo consolidado, o como las ocurridas en Francia, Bélgica, los Países Bajos y Portugal donde se han unido los CSD de varios países para formar uno sólo, aunque siga funcionando de forma independiente dentro de cada país, debido a las diferentes normas internas. Además, se produjeron uniones entre distintos CSD como “Link up Markets” (asociación entre los CSD de Austria, Chipre, Dinamarca, Alemania, Grecia, Noruega, España, Suiza y Sud África) en la que no se pretende armonizar sistemas, sino mejorar la comunicación entre los diferentes CSD de los países.

Sin embargo, pese a todos los intentos realizados de forma independiente por los CSD en Europa, las transacciones aquí siguen siendo mucho más costosas que en otros grandes mercados (es hasta 10 veces más cara para inversores extranjeros que para domésticos), como en Estados Unidos, donde es, no sólo más barato, sino mucho más sencillo realizar operaciones como inversor extranjero que en los mercados europeos. En estos mercados, en una operación internacional, pueden llegar a intervenir más de 15 organismos e instituciones diferentes, ralentizando y encareciendo de forma exagerada los procesos.

A raíz de todos estos problemas, y otros que se tratarán más adelante, el Eurosistema (autoridad monetaria de la Zona Euro, formada por el Banco Central Europeo y el conjunto de Bancos Centrales de los países que forman parte de la Zona Euro) decide dar un paso al frente y crear un nuevo sistema que permita la liquidación de forma relativamente fácil y conjunta de los valores que se encuentran en cotización en los mercados europeos.

1.3 Metodología y Estructura

La metodología utilizada a la hora de realizar este trabajo ha sido la de investigar a través de las diferentes páginas de las empresas y organismos implicados en el proceso de creación de esta reforma. Además, he contactado con algunas personas que trabajan en el sector, con el fin de resolver las dudas que surgen de la lectura de las distintas fuentes sobre la reforma y el funcionamiento actual de los sistemas de registro, ya que, dependiendo de la fuente consultada, el sistema funcionaba de una manera o de otra. Esto sucedió, por ejemplo con la página del Banco de España, donde se explicaba que el mercado de renta fija privada (AIAF), utilizaba para su liquidación el sistema SCLV-AIAF mientras que en la página de Iberclear, este sistema no parecía existir y se decía explícitamente que se usaba el sistema CADE para ello. Al hablar con un trabajador de esta última empresa, me aclaro que efectivamente, el sistema utilizado para los mercados de deuda pública era CADE y que SCLV se utilizaba para los de renta variable.

Esto se debe a que la coordinación entre los organismos dedicados a estos temas, y las empresas privadas cuya función es realizar estas funciones es pésima por la falta de comunicación y de comprensión sobre las tareas realizadas por el otro.

Refiriéndome a la estructura del trabajo, se ha estructurado de forma cronológica, (de lo actual, a lo futuro), y de forma geográfica (desde España hacia el resto de Europa). De esta forma,

comenzaré tratando los actuales sistemas de liquidación y registro existentes en Europa, comenzando por España (Punto 2.1) y siguiendo con los otros tres países de mayor importancia a nivel europeo, que se encuentran implicados en esta reforma (Puntos 2.2, 2.3 y 2.4). A continuación, explicaré la necesidad de la reforma con una breve introducción, y más adelante se desarrollará la reforma en sí misma con sus objetivos principales y sus funciones y aplicaciones (Punto 3). Tras esto, se expondrá de forma completa el programa de adaptación e introducción del nuevo sistema en los diferentes países, así como los pasos que se irán dando para hacer del proyecto una realidad (Punto 4). Finalmente, trataré la reforma necesaria en España para poder lograr la adaptación a Target 2 Securities a tiempo y sin que suponga un cambio tan duro como se prevé (Punto 5). Por último, terminaré exponiendo las conclusiones a las que he llegado con la realización del trabajo.

2 Sistemas Actuales

En este apartado se analizarán los diferentes sistemas utilizados en la actualidad en las principales economías europeas. Comenzaremos con España y seguiremos con Alemania, Italia y Francia. Me he ceñido a estos países por tratarse de los que tienen una mayor importancia en los mercados financieros y cuya inclusión en el nuevo sistema es vital para el proyecto del T2S.

Cabe destacar que el sistema con más diferencias respecto a los demás es el español por lo que su explicación necesitará una extensión considerablemente mayor.

2.1 España

En el sistema español, toda la responsabilidad sobre el registro y la liquidación recae sobre IBERCLEAR, una empresa que forma parte del Grupo BME y cuyas funciones vienen dadas por la Ley del Mercado de Valores, más específicamente en el artículo 44bis de la Ley

Sus funciones no solamente se ciñen al mercado bursátil, sino que también son responsables de realizar el registro y la liquidación de los valores en el resto de mercados financieros españoles a excepción de MEFF.

2.1.1 Registro y Liquidación del Mercado Bursátil

Se trata de un sistema que utiliza las Referencias de Registro (de ahora en adelante RRs) para identificar al propietario de cada una de las cuentas de valores. Estas referencias, provienen del número dado a la hora del registro de la compra de valores, y no cambian hasta el momento de la venta de las mismas, por lo que suponen una garantía adicional para el comprador ya que tiene un recibo y a una entidad independiente que puede demostrar la propiedad de los títulos.

La utilización del sistema de RRs data de la época en la que no existían ordenadores (entonces se llamaban Referencias Técnicas) y a cada cuenta con cada Agente de Bolsa para cada uno de los clientes, se les otorgaba un número marcado en el cuaderno del registro que tenían para apuntar exactamente todos los movimientos realizados. Este número se les entregaba a todos los agentes para que pudieran cuadrar los números y realizar el desglose tal y como se sigue haciendo hoy en día. Al pasar del papel a un medio electrónico, se mantuvo el sistema por pensar que el mercado ya estaba acostumbrado a su funcionamiento.

Para explicar el sistema de liquidación y contratación de la Bolsa de Madrid, voy a apoyarme en el esquema que se puede observar a continuación:

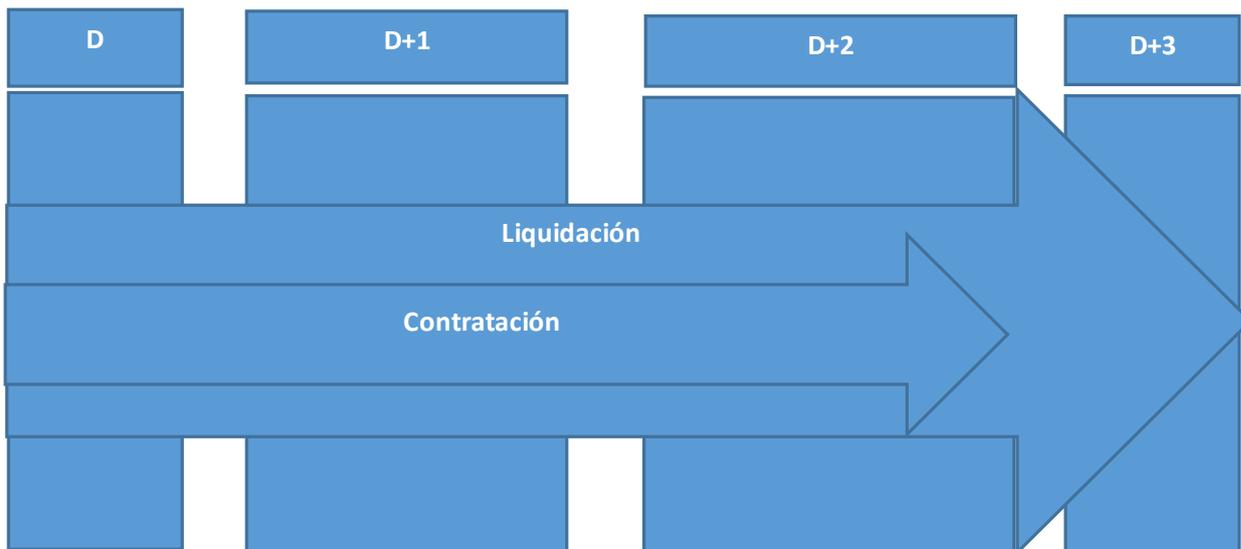


ILUSTRACIÓN 1: ESQUEMA DE CONTRATACIÓN Y LIQUIDACIÓN

Fuente: Elaboración Propia

Día D: Es el día en el que se produce la contratación real en la Bolsa. Los miembros del Mercado envían las órdenes de compra o venta recibidas de sus clientes, y la Bolsa envía esa tarde al cierre del Mercado, el volumen total de operaciones a Iberclear.

Día D+1: Es el día en el que se produce el desglose del volumen por parte de Los miembros del Mercado. Este desglose consiste en lo siguiente: los miembros del Mercado envían a Iberclear una lista completa de todas las cuentas que han tenido una orden de compra o venta exitosa, especificando qué entidad participante será la liquidadora de la operación. Una vez hecho el desglose, Iberclear procede a la entrega de las "Referencias de Registro" a cada uno de los compradores. Estas Referencias de Registro (o RR a partir de ahora), funcionan como un recibo de que un determinado cliente, desconocido por Iberclear, es propietario de un título. Es muy importante indicar que desde el momento en que un cliente tiene una RR en su poder, ya está autorizado a la venta del título que conlleva, ya que se considera propietario de la acción, aunque aún no haya sido liquidada la operación. Debido a esto se produce una inflación en el número de valores, problema del que hablaré más adelante.

Día D+2: Es el último día en el que se puede rechazar la liquidación por parte de las entidades liquidadoras. En caso de rechazo por parte de la entidad liquidadora, la liquidación se asigna al miembro del Mercado que contrató la operación. Sin embargo, se considera que se confirma la operación siempre, salvo que se diga expresamente lo contrario. Esto es debido a que el sistema español, como ya se ha dicho anteriormente, es un sistema en el que está garantizada la entrega de activos después de su compra. Por lo que en todo caso se toma por sí una respuesta silenciosa, y solamente por no una respuesta negativa que más tarde deberá ser justificada por parte de la entidad liquidadora.

Día D+3: Es el día en el que se produce la justificación de las operaciones de venta y la liquidación de los títulos. Esto quiere decir, que Iberclear toma el efectivo de las cuentas de las entidades liquidadoras de las compras y se lo entrega a las cuentas de las entidades liquidadoras de las ventas, y al mismo tiempo toma los valores de las cuentas de las entidades liquidadoras de las ventas y los da de baja del sistema, de tal forma que se reducen los saldos de valores con inflación y se aumentan los saldos de efectivo por la venta de los valores. Se suele dar un margen máximo de dos días para justificar todo aquello que no se haya justificado en su momento, cobrando por tanto más comisiones y penalizaciones por todos los problemas ocasionados.

En el caso de que no se hubieran justificado las ventas, Iberclear recompraría los valores en el mercado por cuenta de la entidad liquidadora de la venta y con los valores de esta compra justificaría la venta pendiente para que se pueda liquidar, cargando a las entidades liquidadoras penalizaciones por el retraso, cambio del precio, tipos de interés, etc.

Como se puede comprobar, este sistema de liquidación es muy complejo y data de la época en la que se anotaban las compras y las ventas en libros físicos de registro, época de la que proceden las RR. Gracias a éstas, en el caso de que un banco quebrase, y no se pudiera acceder a sus registros de propiedad de valores, los accionistas siempre podrían demostrar ante un juez la propiedad de los títulos siempre y cuando estuvieran en posesión de su RR.

El proceso de liquidación está íntimamente ligado al de compensación de fondos, ya que supone que por un lado se cubren las deudas y por otro lado se entregan los títulos a sus nuevos propietarios, por lo que no se hablará de él de forma independiente, sino que nos referiremos a la compensación y a la liquidación como un solo proceso.

Creo importante añadir, que existe en España una realidad que no se da en el resto de países, o al menos no de una forma tan radical. El sistema de Registro y Liquidación del mercado Bursátil es tan complejo, no solamente por estar anticuado y basado en un sistema analógico, que también, que dificulta la entrada de entidades participantes nuevas al mercado por el conocimiento y experiencia necesarios para ser capaces de hacer que las operaciones funcionen en un mercado tan complicado y difícil de entender. De esta forma, lo que ocurre hoy en día, es que los inversores extranjeros recurren a las entidades financieras que ya están acostumbradas al proceso y las usan de intermediarias, para ahorrarse los costes de formación, entre otros, que supondría poder trabajar y participar en el mercado de valores español. Además, para poder operar en los mercados españoles es necesario superar un curso, aunque esto se da en otros mercados.

2.1.2 Sistema de Registro y Liquidación del Mercado de Deuda Pública y AIAF¹.

Este sistema se encuentra gestionado por Iberclear con el sistema CADE. Este sistema se aplica únicamente al mercado de Deuda Pública y AIAF, es decir, se aplica a la renta fija solo. Siendo ésta una más de las numerosas incoherencias que encontramos en las legislaciones de los mercados españoles, al utilizar sistemas diferentes para cada mercado.

¹ AIAF (Asociación Española de Intermediarios Financieros) es el mercado de renta fija privada en España.

2.1.1.1 Sistema de Registro de Deuda Pública y AIAF

Todos los valores admitidos en el Mercado de Deuda Pública, se registran como anotaciones en las cuentas propias o de terceros, de las entidades financieras participantes en el mercado, que operan con un código propio personal e intransferible, asignado por Banco de España, bajo las que se aglutinan todos los saldos dicha entidad, sin tener en cuenta si los clientes finales son varios o uno sólo. De esta forma, se simplifican las operaciones al realizar únicamente una compensación de las operaciones de compra y venta, dando lugar a un saldo final, que será el que aparezca en las cuentas. Así, el organismo encargado del registro ve facilitada su labor al tener que tomar en cuenta solamente a las entidades participantes sin preocuparse por los clientes finales de estos.

En el Registro Central se llevarán las siguientes cuentas para cada entidad, con un sistema de doble escalón, tal y como se hace en el registro de valores de la Bolsa:

- Una cuenta a nombre propio donde se registran los saldos propios de los participantes.
- Una cuenta de Terceros. En ella aparece el saldo de valores de los clientes finales de las entidades. Las entidades financieras participantes tienen que llevar en sus libros el desglose de los valores por las cuentas de sus clientes. En esta cuenta deberán estar permanentemente actualizados los nombres de los clientes y todas las operaciones llevadas a cabo por cada uno de ellos, cuadrando diariamente estas operaciones con el registro de Iberclear.

A su vez las entidades en sus registros deberán de llevar las cuentas de terceros separadas de la siguiente manera:

- En el caso de realizar operaciones a plazo, las entidades deberán llevar un Registro de Terceros a Plazo, en el que se apuntarán las mismas operaciones que en la cuenta anterior incluyendo las operaciones en su fecha de contratación (considerada la misma que en las operaciones bursátiles, es decir, el primer día). Estas operaciones se anotarán en el registro anterior con el valor acordado por entidad y cliente.
- Cuentas de operaciones al contado
- Cuentas de operaciones a crédito
- Cuentas de operaciones repos: estas operaciones tienen la peculiaridad de ser compraventas con un plazo de recompra. Las realizan las entidades para fomentar la política monetaria del Banco de España, dirigida en último término por el Banco Central Europeo.
- Cuentas de operaciones simultáneas. Se trata de operaciones de compraventa con fechas de liquidación diferentes.

Cabe destacar que las operaciones repos están tomando mayor relevancia en los últimos años a la hora de aplicar la política monetaria del Banco Central, ya que permiten aumentar o disminuir la cantidad de dinero circulante sin incurrir en grandes riesgos y obteniendo un beneficio por parte de las entidades financieras cooperantes.

2.1.1.2 Sistema de Liquidación de Deuda Pública y AIAF

El sistema utilizado para la liquidación de la Deuda Pública y AIAF, es de entrega contra pago “operación a operación”, es decir, se entregan simultáneamente el efectivo y los valores. El proceso de liquidación tendrá lugar en la fecha acordada por las dos entidades participantes a la hora de realizar la contratación. Este día acordado se llama día D. Este día tiene que tener como característica principal la de tratarse de un día hábil y no uno natural. Se considerará como día hábil (según la ley 41/1999) aquel que comienza con el primer ciclo de liquidación en D-1, y que finaliza en D con el cierre de la sesión.



ILUSTRACIÓN 2: ESQUEMA DE LIQUIDACIÓN DE DEUDA PÚBLICA Y AIAF

Fuente: IBERCLEAR

En el día D se realiza un proceso dividido en tres fases:

1. Primer ciclo de liquidación: en él se recogen todas las operaciones comunicadas a Iberclear hasta las 18:00 del día D-1, y éstas se liquidan, siempre que existan fondos suficientes y un saldo adecuado en las cuentas de valores correspondientes.
2. Liquidación en tiempo real: se lleva a cabo entre las 7:00 y las 16:00 del día de liquidación. En esta fase, el sistema comprueba si existe un saldo suficiente de valores. En caso de que exista, pero el comprador no cuente con fondos disponibles, se rechaza la orden y se devuelve al sistema, quedándose en cola de espera. El proceso se reactiva de forma periódica hasta que el saldo sea suficiente en las cuentas correspondientes para proceder a la liquidación de las órdenes pendientes. Si el saldo de la cuenta del vendedor es insuficiente, la operación queda en cola de espera. En el momento en el que se produce un ingreso en la cuenta, el propio sistema es el encargado de comprobar las operaciones que pueden realizarse.
3. Cierre de la sesión.

2.1.3 Otros Mercados

En España Iberclear gestiona otro mercado: Latibex². También existe MEFF que es el Mercado de Derivados español, que lleva una gestión separada en lo referido al registro y la liquidación, al ser realizado por BME Clearing desde el 2014.

Todos estos mercados siguen un proceso parecido al de la deuda pública, prácticamente igual de hecho, con la única salvedad de que el sistema encargado del registro en LATIBEX es el SCLV al tratarse de renta variable. De esta forma, quedan divididos los sistemas en renta fija pública/renta fija privada y renta variable/ renta fija bursátil, aunque ambos tienen procesos parecidos y son controlados por el CSD español, Iberclear.

BME Clearing, la Entidad de Contrapartida Central, cuya creación se debe a una reforma de la que se hablará en el siguiente apartado, y que terminará por aplicarse a todos los mercados, con el fin de unificar los sistemas bajo uno sólo que permita simplificar los procesos.

Es importante añadir, que aunque Target 2 S se aplique a los sistemas de registro y liquidación europeos, aún no se tiene seguridad absoluta sobre su aplicación en mercados mixtos, como ocurre con el Latibex en el caso español. Sin embargo, aunque estos mercados no pasen a estar bajo el ámbito de Target 2 S, sí que se les aplican las reformas de cada país a la hora de realizar el registro y liquidación. En este caso, nos referimos especialmente a la reforma que obliga a que los mercados se registren y liquiden por saldos en lugar de a través de referencias de registro sobre cada uno de los integrantes o participantes en las compras y ventas de valores, tal y como se hace en la actualidad con el Mercado Bursátil.

2.2 Alemania

El CSD de Alemania es Clearstream, se trata de una compañía englobada dentro del grupo formado por las bolsas alemanas y esta empresa. Por lo tanto, se encuentra en la misma situación que Iberclear que forma parte de Bolsas y Mercados Españoles. La forma de funcionamiento de este CSD es muy similar al que se usa en España para la liquidación y registro de valores que no sean bursátiles, es decir, utiliza un sistema de anotaciones en cuenta por saldos.

Además, a diferencia del sistema español, en el sistema alemán se liquida en tiempo real en todos los mercados. Esto se debe a la gran inversión que hicieron hace unos años para dar con el sistema más eficiente que existe en la actualidad para poder realizar todos los procesos de liquidación de la forma más eficiente y segura posibles.

Como particularidad, es importante añadir, que el sistema de liquidación alemán clasifica a los clientes en tres grupos diferentes, dando a cada uno de ellos un proceso de liquidación distinto, permitiéndole adaptar la liquidación al cliente. Esta clasificación es la siguiente:

- Liquidación Interna: es el proceso que tiene lugar entre dos cuentas de Clearstream. Esta liquidación se hace por orden de entrada en libros y se puede hacer sobre cualquier

² LATIBEX es un mercado de valores de renta variable de empresas procedentes de México, Chile, Perú, Argentina y Brasil, siendo este último el que más empresas tiene cotizando.

título-valor que esté aceptado por Clearstream. La duración del proceso es mínima al necesitarse sólo un día para poder finalizarlo.

- Liquidación Puente: son las operaciones que se dan entre Clearstream y su sede en Luxemburgo o con cuentas en Euroclear. El Puente es el sistema informático que permite unirlos de forma práctica y segura para poder hacer los procesos lo más cómodos posible. Lógicamente en este caso sólo se podrá realizar la liquidación con valores aceptados en ambos sistemas. Este proceso dura lo mismo que el anterior.
- Liquidación Externa: aquí se engloban todas las operaciones que se hacen entre Clearstream y cualquier otro CSD europeo. El tiempo y la realización de este proceso depende de un número mucho mayor de variables, al no existir programas que les unan consiguiendo unificar todos los procesos. Los tiempos de liquidación en este tipo de operaciones son variables, al depender no sólo de la liquidación por parte de Clearstream, sino que también necesitan coordinarse con el CSD extranjero.

Por otro lado, Clearstream también ofrece la posibilidad de liquidar en dinero del Banco Central Alemán, siempre y cuando se trate de operaciones Over The Counter³ o de mercado en euros, no siendo posible utilizar este sistema para operaciones en otras divisas. Con el fin de dar claridad a los procesos, todas las operaciones realizadas en dinero del Banco Central se hacen a través de la sucursal en Frankfurt, manteniendo una cuenta conjunta para las OTCs y las operaciones en el mercado.

Cabe destacar, que el punto fuerte de este CSD no se encuentra tanto en las tareas de liquidación como en la gestión de las garantías que se usan para ello, donde son líderes absolutos por su amplia experiencia.

2.3 Italia

El CSD de Italia es Monte Titoli, con sede en Milán. Se trata de una empresa perteneciente al grupo del *London Stock Exchange*⁴ y se dedica a la liquidación y registro de todos los valores que cotizan en Italia. Su funcionamiento es muy parecido al del resto, ya que tuvieron que adaptarse a este sistema, que es como el anglosajón, cuando fueron comprados por la Bolsa de Londres.

A la hora de realizar el proceso de liquidación, en Italia se utiliza un sistema llamado Express II. Se trata de un programa informático que permite liquidar transacciones tanto de forma bruta como neta, a través de ciclos diurnos y nocturnos. Este programa se utiliza para todas las transacciones domésticas, sin importar si se trata de un inversor nacional o extranjero. Un dato importante sobre este sistema es el hecho de que utiliza dinero del Banco Central para realizar la liquidación, utilizando una conexión en tiempo real con Target 2, que, como ya sabemos, es el sistema central de pagos desarrollado por el Eurosistema.

Dentro de la liquidación neta, se ofrecen dos ciclos distintos, uno nocturno y otro diurno, adoptando mecanismos de optimización como el préstamo y la toma de garantías automáticos. Por otro lado, la liquidación bruta ofrece la funcionalidad DvP tal y como se acepta a nivel global.

³ Over The Counter: A través del mostrador. Son operaciones de compraventa de títulos hechas de forma bilateral directa, es decir, con contacto entre comprador y vendedor.

⁴ London Stock Exchange: Bolsa de Londres

Gracias a la utilización de esta funcionalidad, se pueden ofrecer datos en tiempo real, permitiendo a los clientes marcar un periodo de liquidación específico, además de permitir personalizar la gestión post-trading al máximo, en la medida de lo posible.

2.4 Francia

En Francia, las funciones de registro y liquidación recaen en Euroclear. Esta empresa, es uno de los pocos CSD que desde hace tiempo es internacional, es decir, no se trata de una compañía que sólo opera en un país, sino que ocupa la posición de CSD en Francia, Países Bajos, Bélgica y Finlandia. Esto se debe a que no se trata, a diferencia de las demás, de una empresa tan ligada al entorno doméstico, sino que directamente se dedica a realizar las funciones de liquidación y registro en todos los países que se lo permitan.

Por otro lado, además de dedicarse a las funciones propias de un CSD, también posee un banco propio, gracias a lo que puede hacer una integración total de los procesos, siendo no sólo un CSD sino una entidad participante también. Aunque las funciones de este banco se reducen a todas aquellas que tienen que ver con las transacciones financieras a nivel de los mercados, es decir, no funciona ni como banco comercial, ni de inversión ni de retail⁵, simplemente se dedica a integrar los servicios que ofrecen, para tener cuentas de efectivo con las que liquidar dentro del propio sistema.

Su sistema de liquidación es prácticamente el mismo que el usado en el resto de los países y en España, en todos los mercados salvo el bursátil, es decir, se aplican saldos en cuenta para realizar los movimientos que se producen por las operaciones realizadas durante un periodo de tiempo determinado. En este caso, el tiempo necesario para realizar la liquidación completa, es de dos días. Una gran diferencia de este sistema es que Euroclear no hace las funciones de registro por sí mismo, sino que recibe directamente la información de sus participantes sobre las operaciones que han realizado, cuándo y con quién debe casarse la operación. De esta forma, las funciones de aceptación y de comprobación de que los saldos son verídicos se reducen drásticamente al recibir todo lo necesario de la fuente directa. De esta forma, lo único que hace Euroclear es comprobar que efectivamente existen los valores en la cuenta del vendedor, y que existe dinero en efectivo en la cuenta del comprador.

La mayor ventaja de este sistema respecto al utilizado por el resto de CSD es que se produce un enorme ahorro en los costes en los que tiene que incurrir Euroclear, y por lo tanto se produce un descenso en el precio a pagar por las entidades respecto a tasas y comisiones. Del mismo modo, se reduce el riesgo de que las operaciones no sean satisfactorias, al ser los propios interesados los que envían la orden y los datos a Euroclear.

Por último, cabe destacar, que aunque normalmente se hace la liquidación según el DvP también se puede realizar a través de un sistema Free Of Payment (FOP), este sistema funciona tal y como el sistema español de la Bolsa, donde la entrega de los valores no depende del pago en efectivo de los mismos. Esta forma de realizarlo desaparecerá con la reforma ya que produce, tal y como se ha explicado anteriormente, una inflación de valores en el mercado, al crearse valores que no existen para entregárselos a los compradores antes de que

⁵ Banco de Retail: Banco minorista, dirigido a clientes individuales, como la mayoría de los bancos comerciales.

se haya producido la liquidación. Esto se debe a que se produce la liquidación por fuera del sistema en lugar de realizarse dentro.

3 Reforma Europea: Target 2 Securities

El sistema Target 2 Securities es la solución ofrecida por el Eurogrupo a las barreras al paso del dinero de un país a otro que existen ahora dentro de la Unión Europea. Su objetivo principal es proporcionar un sistema único paneuropeo para la liquidación de valores, con el fin de que las transacciones puedan traspasar las fronteras de forma fácil y segura. Para lograr este objetivo de unión, se van a realizar ciertos cambios a los que deben adaptarse los Depositarios Centrales de Valores (CSD como los hemos llamado antes), para lograr una perfecta armonía y coordinación.

Este sistema se basa en que en lugar de tener referencias de registro como en la actualidad en España, se creen cuentas con anotaciones, tal y como ahora se hace en el resto de países europeos, así como en el nuestro en los mercados que no son la Bolsa. De esta forma, a partir del momento de adaptación, la mayor parte de los datos se pasarán de los registros centrales de los países a un depositario central a nivel europeo, que será T2S, simplificando de esta forma la gestión de los datos y asegurando que se encuentren todos los valores asegurados por más de una entidad. Sin embargo, aunque se van a depositar los datos en el T2S, los depositarios centrales de cada país serán los encargados de recoger la información y dedicarse a la liquidación de valores.

El cambio real se encuentra en esto último, ya que a partir de su aplicación, cualquier inversor que realice cualquier operación dentro de la Unión Europea podrá solicitar los servicios de liquidación de cualquiera de los CDS de los países miembros, sin tener en cuenta la localización geográfica de la operación. Para ayudar a la comprensión de esto pondré un ejemplo: un inversor alemán quiere comprar acciones del Banco Santander que cotizan en la Bolsa de Madrid. En la actualidad tendría que utilizar los servicios de Iberclear al ser el CSD del Mercado español. Esta transacción se haría de forma automática con ellos sin que el inversor tuviera la posibilidad de tomar ninguna alternativa. Sin embargo, si este mismo inversor quisiera realizar la misma operación antes descrita una vez producido el cambio de sistema, podría elegir uno cualquiera entre todos los CSD europeos, pudiendo elegir por ejemplo a Clearstream si este le ofreciera mejores condiciones.

Gracias a la creación de este nuevo sistema se rompe con la situación de monopolio existente actualmente en la mayoría de economías europeas, en la que una sola empresa privada, aunque muy regulada por el Estado, controla y lleva a cabo todos los procesos de registro y liquidación. Esto provoca lo mismo que en cualquier mercado monopolístico, un control total por parte de la empresa responsable, dejando en desventaja a los inversores que se quedan sin fuerza a la hora de negociar.

Cabe destacar que pese a que se rompe con el monopolio de cada país para la liquidación, se crea a la vez un nuevo monopolio, de mucha más difícil solución, que es la liquidación de las operaciones en un solo lugar, T2S, que a partir de su puesta en funcionamiento, será el único liquidador de la zona Euro y las economías dependientes (como Suiza o Noruega). Sin embargo, este nuevo proyecto no afectará al Reino Unido, que pese a que al principio formó parte activa de las negociaciones y el diseño de la reforma, finalmente se echó atrás al darse cuenta de que perdería gran parte de su independencia.

Una vez introducida la necesidad para la creación de este nuevo sistema y su funcionamiento de forma breve, pasaré a explicar en mayor profundidad tanto la forma de actuar de este nuevo sistema como qué es lo que hará y por qué lo hará de esta forma.

3.1 ¿Qué es T2S y cómo funciona?

T2S aspira a ser simplemente un soporte electrónico de apoyo para los CSD de los diferentes países para que puedan realizar las tareas de liquidación intercomunitarias de una forma mucho más sencilla y rápida. Por decirlo de otra forma, se trata de un motor de liquidación que los CSD deberán utilizar para realizar todas sus operaciones. Este tipo de operaciones serán de Pago contra Entrega (o Delivery versus Payment, DvP), es decir, se casarán directamente las cuentas de efectivo, que las entidades participantes tengan en los bancos centrales, con las cuentas de valores que tengan en los CSD. Al utilizar cuentas en bancos centrales, se consigue que todas las transacciones se hagan con el dinero de los bancos centrales, lo que supone comodidad y seguridad para los inversores. El hecho de utilizar el método de DvP, provoca que desaparezca el riesgo para el inversor cuando se deposite un activo en una cuenta de un comprador que entra en bancarota poco después. Por otro lado, el hecho de utilizar el dinero del Banco Central, reduce considerablemente el riesgo agente de liquidación, dicho de otro modo, desaparece la posibilidad de que uno de los bancos comerciales participantes en las operaciones quiebre durante el proceso.

Por otra parte, la liquidación se hará en tiempo real con una base bruta. Utilizar un sistema con una base bruta ayuda a reducir el riesgo de quiebra de una contrapartida antes de que la transacción se haya realizado completamente. Este riesgo existe si se realiza por medio de una base neteada en mayor profundidad, al suponer un mayor periodo de tiempo, alargando los plazos y aumentando los riesgos. Como se puede ver, la prioridad del Eurogrupo a la hora de crear este nuevo sistema es reducir lo máximo posible el riesgo de default de una de las contrapartidas participantes en las operaciones, con el fin de prevenir dentro de sus posibilidades, que se vuelva a producir una crisis financiera como la actual. Además, esto responde claramente a todas las reclamaciones y recomendaciones de los participantes.

Otra de las mejoras ofrecidas por T2S es la creación de una única plataforma informática que une las cuentas de valores con las cuentas de efectivo dedicadas en el banco central. Esto se conoce como el “modelo integral”, que facilita una liquidación rápida, altamente eficiente y con un muy bajo nivel de riesgo. Así, se contrasta con el modelo actual en el que se conectan unas cuentas, localizadas en un banco de efectivo, con otras cuentas, que se encuentran en otro de valores, haciendo el sistema más complejo. El hacer el sistema más simple ayuda a que no se produzcan errores humanos por el camino, es decir, ya no existe la posibilidad de que se produzca un error de comunicación entre el CSD y una de las contrapartidas participantes, o que se efectúe el cargo en una cuenta errónea, ya que se conectan de forma directa dos cuentas dentro del banco central. Esta reducción de pasos intermedios supone un ahorro de tiempo, especialmente importante para los participantes en la reducción del riesgo de default, al dejar un menor margen en la quiebra de las diferentes contrapartidas.

Cabe destacar que existen varios mercados que ya disponen del sistema integral implantado a nivel nacional. Sin embargo, gracias a T2S, se podrán expandir estos mercados más allá de sus fronteras a aquellos países que antes no utilizaban este sistema debido a todas las razones ya

citadas anteriormente. Además, la gran diferencia entre el sistema integrado de estos países y el de T2S es que, mientras que los sistemas integrales nacionales suelen ser propiedad de los CSD, el de T2S estará gestionado y será propiedad del Banco Central, lo que hace que no se tengan que utilizar las cuentas de otros bancos como hacen los CSD, sino que se empleen directamente las cuentas destinadas a ello en los bancos centrales. En otras palabras, en el sistema actual, el CSD está subcontratando las cuentas de otros bancos, mientras que lo que ocurrirá en el nuevo sistema será que T2S integrará las cuentas de valores de los CSD.

A lo anterior se unen las sinergias creadas por la conjunción de T2S y Target 2 ya implantado, cuyas funciones básicas hacen referencia a la liquidación del efectivo a nivel conjunto en el panorama europeo, creando, los dos, una única plataforma de pago europeo. Estas sinergias consisten no sólo en la posibilidad de ofrecer a los participantes una optimización en su gestión de colateral⁶ y en su gestión de la liquidez, sino que también aportarán a las empresas los mismos niveles de disponibilidad, resistencia, tiempo de recuperación y seguridad que ofrece en estos momentos Target 2. T2S será una única plataforma electrónica que permitirá ayudar tanto a los valores de las entidades participantes de los mercados, mantenidas por uno o más CSD, como a sus cuentas de efectivo dedicadas a la función de pagos en los bancos centrales. Estas cuentas, que sólo pueden utilizarse para la liquidación de transacciones de T2S, estarán unidas a las cuentas principales de efectivo de las entidades participantes en el mercado de T2 o a cualquier otra forma de gestión fuera de la zona euro. Todas las transacciones entre las dos cuentas tendrán lugar de forma simultánea, es decir, en tiempo real, llevando el modelo integral a nuevos niveles de gestión, mucho más amplios de los que alcanza en la actualidad, favoreciendo tanto a compradores y CSD como a cualquier participante de los mercados financieros. Esto será posible debido a que no sólo conecta las cuentas de valores de los CSD con las cuentas de un Banco Central, sino que también enlazará los valores de cualquier cuenta con cualquier CSD participante en la reforma, con una cuenta de efectivo en cualquiera de los Bancos Centrales participantes. Todos los cambios en las cuentas de efectivo y de valores, sin tener en cuenta a que CSD o Banco Central pertenezcan, pueden hacerse en tiempo real. De esta forma, la liquidación transfronteriza se convierte en una operación idéntica a la del mercado doméstico y, por lo tanto, igual de cara.

Otro aspecto clave del nuevo sistema, es que estará al servicio de los CSD, pero sin ser un CSD por sí mismo. Todos los Depositarios Centrales que se unan a la reforma, estarán “subcontratando” los procesos de liquidación al T2S, manteniendo, sin embargo, todas las demás funciones y la relación con sus clientes. Esto se debe a que todas las entidades participantes tendrán que seguir teniendo una relación legal con su respectivo CSD para poder hacer uso del nuevo sistema, y solamente los CSD podrán firmar contratos con el T2S. Como consecuencia de esto, los Depositarios Centrales serán los encargados y responsables de las cuentas que se creen en la nueva plataforma, tanto de su apertura como de su cierre, hacia sus clientes. Es más, el resto de la cadena de valor de las operaciones post-trading⁷, en particular los servicios de valores (todos los eventos corporativos⁸) y las comunicaciones fiscales y regulatorias, que requieren un conocimiento específico del país en el que operan, seguirán siendo llevadas a cabo por cada uno de los CSD, debido, entre otros factores, a la gran dificultad que supondría su automatización y acoplamiento a un soporte electrónico.

⁶ El colateral es la garantía para las transacciones que son gestionadas por entidades financieras y CSD.

⁷ Las operaciones post—trading son todas aquellas operaciones que se llevan a cabo desde el momento de la contratación, hasta el momento de la liquidación.

⁸ Eventos Corporativos: salidas a Bolsa, emisión de bonos, emisión de cupones, etc.

Otra innovación crucial del nuevo sistema es la dimensión de la multi-moneda⁹. Originalmente, la idea era que el T2S se restringiera únicamente a la parte del efectivo de las transacciones en la zona euro y, en la parte de los títulos, se ciñera solamente a aquellos que pertenecieran a los CSD asociados. Sin embargo, el Consejo ECOFIN¹⁰, hizo abrir el campo de aplicación de Target 2 Securities a otras divisas. Esta decisión se vio rápidamente ratificada por la gran cantidad de Depositarios Centrales que no usaban el euro que firmaron el Memorándum de comprensión con el Eurosistema en julio de 2009. De este modo, se demostró el interés y el apoyo que se palpaba desde que los mercados financieros globales se decantaron por esta idea; varios bancos centrales que no usan el euro como moneda doméstica han mostrado también su interés por la inclusión de su divisa en el sistema, mientras que otros bancos centrales lo siguen considerando como una opción. Finalmente, T2S será capaz de realizar la liquidación de prácticamente todos los valores de Europa, y de muchos de los que se cotizan en las divisas más importantes del mundo. La elección de la moneda no será restringida, a diferencia de como ocurre hoy en día, pudiendo realizarse la liquidación de cualquiera de los valores en cualquiera de las divisas, siempre y cuando se encuentren adheridas al nuevo sistema.

3.1.1 Principios Generales del Target 2 Securities

El apoyo de los Depositarios Centrales de Valores y de las entidades participantes en los mercados, ha sido vital para el desarrollo y la realización de T2S. Gracias a esta colaboración tan cercana, el mercado y el Eurosistema, han desarrollado una serie de requisitos para los usuarios participantes de este sistema, el cual será, si todo marcha según lo previsto, uno de los sistemas de liquidación más avanzados y sofisticados del mundo.

A continuación se explicarán los 19 Principios Generales que se han logrado y que conforman la base de los requisitos para los usuarios.

1. El Eurosistema tendrá la responsabilidad de desarrollar y operar T2S asumiendo una propiedad total.

Esto se debe a que, con el fin de mantener la transparencia y la equidad entre los países participantes, el Eurosistema será el encargado de controlar todos los cambios funcionales que afecten al nuevo sistema.

2. Target 2 Securities debe estar basado en la plataforma Target 2 y, por lo tanto, proveer los mismos niveles de disponibilidad, resciliación?, tiempo de recuperación y seguridad que Target 2.

Cuatro Bancos Centrales del Eurosistema (el Deutsche Bundesbank, el Banco de España, el Banque de France y la Banca d'Italia, referidos de forma conjunta como 4CB) están preparados para desarrollar y operar con T2S en Target 2 a través de la Single Shared Platform (única plataforma para el reparto de información y de capital entre todos los bancos centrales participantes). Se utiliza la experiencia y el conocimiento disponibles en el mercado con la intención de explotar sinergias y ofrecer una solución eficiente a los Depositarios Centrales de Valores y usuarios. Los mecanismos de control de la

⁹ Con multi-moneda me refiero al hecho de que va más allá del euro y busca utilizar otras divisas.

¹⁰ El 27 de febrero de 2007, el Comité de Asuntos Económicos y Financieros de la UE (ECOFIN), concluyó que T2S debía abrirse a CSDs de la fuera de la zona Euro, con el consentimiento de ambas partes.

liquidez avanzada se ofrecen como resultado de la proximidad entre T2S y T2. Las estructuras operacionales y las organizaciones de apoyo existentes además de los acuerdos de continuidad de negocio y recuperación ante desastres, se mantendrán y se reutilizarán lo máximo posible.

3. El T2S no debe llevar a cabo las funciones de formación y operaciones de un CSD, pero sirve como una solución técnica que provee servicios de liquidación a las CSD.

Es decir, el T2s no es más que una plataforma informática con la que opera el Eurosistema y ofrecida a los CSD para beneficio de sus clientes. Por lo tanto, no se trata ni de un CSD ni de un sistema de liquidación por sí mismo, ni pretende serlo en el futuro. Las funciones del T2S se centran en la liquidación excluyendo, por lo tanto, la posibilidad de comenzar a realizar las funciones que desempeñarían cualquier empresa de servicios de activos.

4. T2S debe apoyar a los CSD participantes en la coordinación con los requisitos de supervisión, regulación y vigilancia.

Se debe permitir a los CSD participantes realizar sus funciones de acuerdo con los requisitos de cada país, así como adecuar el nivel de armonización para lograr la consecución de estos requisitos.

5. Las cuentas de los clientes de los CSD deben seguir atribuidas legalmente al CSD, al banco central correspondiente y a la cuenta de efectivo de los clientes en los bancos centrales.

Cada uno de los CSD sigue siendo responsable tanto de la apertura, cierre y mantenimiento de las cuentas de valores de los clientes dentro de T2S, como de los clientes mismos cuando sea necesario. El mismo principio se aplica a los bancos centrales en relación con las cuentas de efectivo en T2S. Los saldos de las cuentas de valores y de las de efectivo estarán disponibles para los CSD, los Bancos Centrales y los clientes en tiempo real.

6. El servicio de liquidación de T2S permite a los CSD ofrecer a sus clientes el mismo nivel de funcionalidad en la liquidación y de cobertura de activos de forma armonizada.

El objetivo de desarrollar una solución conjunta para la liquidación es conseguir que los CSD realicen el total de su proceso de liquidación de una forma armónica. De esta forma, el T2S debería cubrir todas las necesidades de funcionalidad y permitir proporcionar una gestión de la liquidez mejorada. Si esto no se consigue, los CSD se verán obligados a mantener infraestructuras de liquidación duplicadas, con un impacto en los costes, debido, tanto a la duplicidad, como a la reducción de las economías de escala. La idea es conseguir que los CSD ya no tengan que sustentar varias cuentas para los clientes, reduciendo la multiplicación de sistemas y de costes.

7. Los saldos de las cuentas de valores sólo se podrán cambiar en T2S.

El modelo de liquidación de T2S requiere que la “finalidad”¹¹ se determine sólo por una referencia de las cuentas, localizadas en T2S. Esto se incluye al valor legal inmediato de todos los débitos y créditos de los saldos de las cuentas de valores (y, de la misma forma

¹¹ Con finalidad se refieren a “la incondicionalidad, la irrevocabilidad y la aplicación de la liquidación procesada en T2S”

de las cuentas de efectivo) operadas en T2S. Se debe clarificar que todos los saldos de las cuentas de valores sólo se modificarán en T2S. Los aspectos de propiedad, incluyendo el cumplimiento de las transferencias legales de valores, serán determinados de acuerdo con las leyes del país que notifique que un CSD ha abierto una cuenta de valores en la Comisión Europea atendiendo a los procedimientos diseñados con anterioridad, o, en el caso de tratarse de países que no se encuentran en la Unión Europea, respetando el reglamento del país en el que se encuentre el CSD.

8. Toda liquidación de T2S debe hacerse con dinero del Banco Central.

T2S funciona a través de cuentas en Bancos Centrales, como ya se ha mencionado anteriormente. Por lo tanto, su objetivo se limita exclusivamente al dinero del Banco Central y no se extiende a la liquidación de dinero de bancos comerciales.

9. El objetivo principal de T2S es ofrecer servicios de liquidación eficientes en euros.

La extensión de T2S a otras divisas es posible y contribuye a un objetivo más amplio en un mercado de valores integral localizado toda Europa y no sólo en la zona euro.

10. T2S debe ser técnicamente capaz de liquidar otras monedas además del euro.

T2S está preparado para liquidar otras divisas más allá del euro, es decir, existe la posibilidad de que liquide con dinero del banco central de un país que no comparta la moneda única. Las divisas que se quieran incluir en el sistema deben cumplir con los requisitos de T2S. Se espera que los Bancos Centrales de fuera de la Zona Euro se adapten a una interfaz armonizada y estandarizada.

11. Se debe permitir a los usuarios tener conexión directa con T2S.

Los CSD mantienen toda relación legal y comercial con sus clientes. Sin embargo, como ya se ha recordado con anterioridad, todas las cuentas, tanto de valores como de efectivo, pasarán a encontrarse en Target 2 S, sin tener en cuenta cuál ha sido el nexo¹² elegido. Toda la información está disponible y es accesible para cualquier CSD participante y adherido a la plataforma.

12. La participación de los CSD en T2S no debe ser obligatoria.

La participación o no en la nueva plataforma debe ser una decisión de negocio por parte de los Depositarios Centrales y de su mercado local. Una vez tomada la decisión de unirse o no a Target 2 S, se espera que los CSD continúen de acuerdo con los intereses de sus accionistas y clientes.

13. Todos aquellos CSD que liquiden en dinero del Banco Central y que cumplan con los criterios de acceso deben ser candidatos a participar en T2S.

Todos aquellos que cumplan con lo dicho, serán bienvenidos a unirse a T2S, sin que su localización fuera o dentro de la Zona Euro importe. En particular los CSD participantes tienen que ser designados como sistemas de liquidación de valores y notificados de acuerdo con la Directiva de Finalidad de la Liquidación (Settlement Finality Directive), tal y como se decidió, para beneficiarse de la protección de la directiva o tener que operar bajo un marco legal y regulatorio equivalente al de la Unión Europea. En

¹² Con nexo me refiero a los CSD, cuya función entre el cliente y la plataforma puede reducirse a eso de manera muy simplificada.

consecuencia, las órdenes de transferencia procesadas en T2S adquieren la protección adecuada bajo las leyes relevantes y las reglas de los CSD individuales que están nombrados en la Directiva o en un marco equivalente.

14. Todos los CSD que participen en T2S deben tener las mismas condiciones de acceso.

Los criterios de acceso no son discriminatorios y están listados en la Guía de T2S. Todos los CSD participantes tendrán que acceder a todos los servicios de T2S. Una única lista de precios, transparente y pública, será aplicada. Además, de acuerdo a los principios europeos de competitividad, el Eurosistema ofrecerá sus servicios a los CSD participantes sin distinción (de manera similar a lo que ocurre con otras infraestructuras del Eurosistema, como con Target 2).

15. Todos los CSD que participen en T2S deben hacerlo bajo un acuerdo contractual armonizado.

Sobre la relación contractual con el T2S, todos los CSD reciben el mismo nivel de servicio y están sujetos a un contrato armonizado, es decir, todos los CSD que quieran participar en T2S se adherirán a las mismas condiciones armonizadas. Todos los servicios opcionales que se puedan ofrecer a un CSD necesitarán cubrirse a través de un contrato específico. Cualquier otro CSD que requiera el mismo servicio opcional deberá someterse al mismo contrato.

16. Todos los CSD que participen en T2S deben tener un calendario de apertura con horarios de apertura y cierre armonizados para la liquidación.

Todos los CSD del T2S deben adoptar su calendario, que coincide con el de Target 2 para la realización de liquidaciones en euros. Por otro lado, las liquidaciones en otras divisas pueden ser distintas al calendario del euro. La liquidación DvP a través de T2S no será posible fuera de estos horarios. Dentro del calendario de T2S, un CSD que cierre debido a una fiesta nacional, deberá asegurar unos servicios mínimos.

Las horas de apertura y cierre deben cubrir las operaciones diarias. Asimismo, las nocturnas serán compatibles, aunque no idénticas, a los horarios del Target 2.

17. Las reglas y procedimientos de la liquidación en Target 2 Securities debe ser común a todos los CSD participantes.

Para minimizar los costes y simplificar los procesos, se ofrecen servicios armonizados a todos los CSD participantes y se intentan armonizar todas las reglas y procedimientos relacionados con los servicios ofrecidos. Además de estas reglas y procesos armonizados, los Depositarios Centrales pueden mantener reglas y procedimientos adicionales procedentes de la tradición del país en el que operan.

18. T2S debe operar con una estrategia de cobertura de costes y no de maximización de beneficios.

Los precios que el Eurosistema utiliza para el desarrollo y la operatividad de T2S siguen una estrategia de recuperación de costes y no de obtención de beneficios. El objetivo es ofrecer un servicio de gran calidad, seguridad y disponibilidad, siendo lo más eficiente posible respecto a los costes.

19. Los principios de T2S deben ser compatibles con los principios del Código Europeo de Conducta para Compensación y Liquidación.

4 Proceso de Armonización

Para llevar a cabo la implantación del nuevo sistema, el Eurosistema decidió realizar un cronograma, en el que se especificaban las diferentes fases y los tiempos que llevaría la realización de cada una de ellas.



ILUSTRACIÓN 3: PLAN DE ARMONIZACIÓN¹⁴

Fuente: BCE

Como podemos observar hallamos siete fases principales que se desarrollan desde julio de 2006 y tienen previsto terminar en julio de 2017. Estas fases son: fase de preparación, fase de especificación, fase de desarrollo y pruebas, Test de aceptación Europeo (EAT por sus siglas en inglés), fase de pruebas de los usuarios y fase de migración. Tal y como se aprecia en el esquema, nos hallamos en la fase de pruebas de clientes, y en el comienzo de la fase de migración.

A continuación pasaré a explicar detalladamente cada una de las fases del proceso:

4.1 Fase de Preparación (2006-2008)

En julio de 2006, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo decide explorar de forma más profunda, en cooperación con los CSD y otros participantes del mercado, la posibilidad de crear un nuevo servicio pan-europeo para la liquidación de valores en la zona euro. Este interés mostrado tanto por la institución europea, como por los participantes del mercado y los CSD se debió en gran medida al buen resultado que dio la implantación del sistema Target 2 para la liquidación de efectivo entre cuentas de bancos centrales. Se veía como un lógico paso más allá el pasar de liquidar sólo efectivo, a aprovechar que se tenían ya creadas las cuentas de las entidades participantes en Target 2 para realizar la liquidación de los valores europeos de forma centralizada. Al tratarse de una adaptación de Target 2 al mundo de los valores, decidieron llamar al nuevo sistema Target 2 Securities.

¹⁴ Las siglas SP que aparecen en LA ILUSTRACION 3 pertenecen al término Synchronisation Points, puntos de sincronización, es decir, es un momento en el tiempo en el que el programa debe alcanzar un objetivo concreto. Estos puntos son comunes para todos los participantes, y se utilizan para medir el progreso o desarrollo de las diferentes partes. A lo largo de todo el programa existen 17 SP, que representan puntos de referencia para el proyecto.

Como bien sabemos, el objetivo principal de este sistema será permitir una liquidación de valores de forma armonizada a lo largo de toda la zona euro, haciendo que esta liquidación se produzca utilizando el dinero de los bancos centrales.

En este momento también se determina que la nueva plataforma será completamente gestionada y propiedad del Eurosistema, y, por ende, del Banco Central Europeo. Esto se hace con el fin de explotar las sinergias lo máximo posible. También se acuerda que cuatro grandes bancos centrales, los bancos centrales de Alemania, Francia, España e Italia, serán los encargados de desarrollar y aplicar el T2S, al ser los más grandes e importantes de la zona euro, y además, ser los únicos preparados para dar comienzo al proceso de adaptación al que se someterán los mercados para poder aplicar las reformas acordadas.

Además, se decidió revisar la gestión de garantías para procesos, en particular, la plataforma *Correspondent Central Banking Model*, para desarrollar una plataforma única en paralelo para poder gestionar las garantías a través de las fronteras de la Unión Europea basándose en los sistemas existentes en Bélgica y los Países Bajos.

Esto es importante porque la mayor parte de las cuentas de las entidades participantes tienen asociadas unas garantías. Al realizar transacciones internacionales, la gestión de estas garantías se complica y encarece provocando graves problemas y que las empresas incurran en importantes gastos de tiempo y dinero.

Posteriormente, a finales de 2007, se completó la recogida de requisitos para todos los afectados por esta reforma. De esta forma, para principios de 2008, se dio la oportunidad a los afectados de hacer comentarios sobre los aspectos y requisitos propuestos por el Eurosistema, de tal manera que una versión final fue devuelta al Banco Central Europeo para su aprobación.

Finalmente, en mayo del 2008, el BCE hizo una propuesta final a todos los CSD europeos para unirse a la iniciativa T2S. A la vez, se publicó un informe sobre el impacto económico que tendría la reforma, elaborado por el BCE en coordinación con los CSD, como resultado de las consultas realizadas el año anterior. Cabe destacar que los resultados de este informe fueron claramente positivos para el crecimiento de los países incluidos dentro de la reforma.

En esta última declaración del año 2008, ya se ven perfectamente perfiladas las características principales de Target 2 Securities, y ya se halla demostrada la coherencia lógica que tiene este paso en relación a los acuerdos firmados para acabar con las barreras aún existentes entre países de la Unión Europea, que pese a compartir moneda, aún oponen bastante resistencia al paso transfronterizo de dinero.

4.2 Fase de Especificación (2008-2012)

Esta fase comenzó en julio de 2008 y terminó en septiembre de 2012 con la publicación de las Especificaciones Funcionales Definidas del Usuario (User Defined Functional Specifications (UDFS)). Toda la fase estuvo centrada en realizar la documentación técnica utilizada para programar el software de T2S. Los documentos más importantes de esta fase fueron:

- Documento de Requisitos para el Usuario (User Requirements Document): este documento describe las características de T2S tal y como lo exigen los CSD y las entidades participantes en los mercados financieros. Este documento define el

concepto de los usuarios de T2S y ofrece las bases para toda documentación posterior sobre T2S.

- Diseño Técnico General (General Technical Design): este documento detalla la solución ofrecida por T2S para todos los requisitos no funcionales. Es decir, aquí se explican detalles como el diseño de la interfaz y el diseño de la infraestructura.
- Especificaciones Generales Funcionales (General Functional Specifications): este documento explica cómo los requisitos que se encuentran dentro del Documento de Requisitos para el Usuario serán llevados a cabo por la plataforma T2S desde una perspectiva funcional.
- Especificaciones generales (General Specifications): junto con los dos documentos anteriores, este documento describe cómo el Eurosistema espera implantar el Documento de Requisitos para el Usuario. Específicamente, las Especificaciones Generales se centran en aquellos requisitos para el usuario que no tienen una dimensión técnica o funcional, como el soporte operacional, las pruebas, la migración y la seguridad de la información.

Otros hechos que se llevaron a cabo durante esta fase incluyen el nombramiento de un consejo de Programa, cuya función principal sería la de controlar la correcta realización y aplicación del programa en nombre del Eurosistema; y, por otro lado, la firma del Memorándum de Entendimiento (Memorandum of Understanding) con 27 CSD interesados en unirse a Target 2 Securities. La firma de este tratado es importante porque, tal y como hemos visto anteriormente, provocó que más tarde se decidiera incluir en el nuevo sistema a divisas distintas al euro por el gran interés mostrado por el mercado.

4.3 Fase de Desarrollo (2009-2014)

Esta fase tuvo lugar entre abril de 2009 y marzo de 2014. Esta es una de las fases más importantes, ya que durante este tiempo tuvo lugar el desarrollo del software de la plataforma de T2S y su posterior puesta a prueba por parte de los 4CB (los cuatro bancos centrales más importantes de Europa).

Por el lado del cliente, los Depositarios Centrales de Valores y los Bancos Centrales Nacionales llevaron a cabo evaluaciones sobre la viabilidad del proyecto con el fin de asegurar que la adaptación de sus sistemas a T2S es posible.

Además, durante la Fase de Desarrollo, el Eurosistema firmó los acuerdos contractuales con los CSD participantes (el llamado *Framework Agreement*¹⁵) y con los Bancos Centrales de los países que se encuentran fuera de la Zona Euro que usarán la liquidación con sus divisas locales (el llamado *Currency Participation Agreement*¹⁶).

¹⁵ Framework Agreement: documento firmado en el año 2011 que define los derechos y obligaciones del Eurosistema y cada uno de los CSDs participantes y cubre el desarrollo y la operatividad del T2S. Regula el ámbito al que se debe aplicar y los límites de los CSDs con la plataforma y los clientes, al ser los depositarios los únicos con capacidad para cambiar las cuentas que se encuentran en el T2S. También contiene un documento central que contiene todas las provisiones contractuales y otras más técnicas así como calendarios operativos.

¹⁶ Currency Participation Agreement: documento firmado en febrero del 2012 que establece el funcionamiento de las relaciones entre el Eurosistema y los Bancos Centrales no pertenecientes a la

Finalmente, tuvo lugar un concurso en el que dos proveedores de servicios de Redes de Valor Añadido (VAN por sus siglas en inglés) fueron contratados para T2S: SWIFT y SIA/COLT.

En esta fase del proyecto se llevaron a cabo, con estrecha colaboración con todos los grupos de interés, los requisitos para los usuarios de la plataforma de Target 2 Securities. Estos requisitos fueron completados a finales del 2007, dando lugar en el 2008 a una consulta pública, dando la posibilidad a todos los grupos de interés de ofrecer sus críticas y pensamientos acerca del proyecto de nuevo. Una vez terminado el proceso de recopilación de comentarios, se entregó una versión oficial de los requisitos del usuario a los órganos encargados de la toma de decisiones del Banco Central Europeo para su aprobación.

Todo lo anterior tuvo lugar según lo marcado en el programa a través de los SP, es decir, los hitos especificados desde la creación del programa para el desarrollo del sistema. Los SP que se lograron fueron los siguientes:

- SP1: Valoración de la viabilidad inicial confirmada. En este punto se encargó a cada CSD y Banco Central que valorarán si adaptar el sistema actual de cada país al T2S era viable. Este punto marca la confirmación de que el Eurosistema ha concedido las especificaciones y documentos requeridos a los CSD y a los Bancos Centrales para que puedan realizar los test de viabilidad para la adaptación de sus sistemas y procesos informáticos al T2S.
- SP2: Confirmación de la Viabilidad. Este punto marca la confirmación por los CSD y los Bancos Centrales de que realmente el paso de una plataforma a la otra era posible y viable tal y como se había planteado desde un principio. Como parte de esta fase, los CSD y los Bancos Centrales tuvieron que decidir y diseñar los procesos de adaptación que seguirán para poder trasladar sus operaciones de los sistemas antiguos al T2S. Unido a esto, también debían exponer los impactos en los procesos y los potenciales cambios en su oferta de servicios.
- SP3: Comprensión del Plan del Programa de T2S. Este punto marca el mutuo acuerdo y confirmación de que el Programa para T2S es totalmente comprensible y que, por ende, refleja todas las especificaciones y elementos para la planificación necesarios. También asienta una referencia para T2S dada la información disponible en el momento.
- SP4: Confirmación de los Proveedores de Red. Este punto marca la confirmación de que se han contratado los servicios de proveedores de Red. Además, se llevaron a cabo una serie de test que permitían comprobar que las redes cumplen con los requisitos técnicos tal y como se exige en el concurso para dar seguridad a los CSD y Bancos Centrales de la capacidad del sistema para mantener la conectividad de T2S.

Es de especial importancia añadir el hecho de que en el momento en el que se lleva a cabo SP3, se diseña la programación detallada de migración al nuevo sistema. Esta migración, tal y como se explicará más adelante se realiza en diferentes olas con el fin de no colapsar el sistema. Cada uno de los CSD de los 4CB (Banque de France, Banco de España, Deutsche Bundesbank y Banca d'Italia), está obligada a entrar en el sistema en olas distintas, por lo que se decidió realizar la migración en cuatro olas para suavizar el cambio.

Zona Euro que quieran formar parte de la reforma, para incluir sus divisas en T2S. Este documento contiene lo mismo que el Framework Agreement aplicado para las divisas extranjeras.

4.4 EAT (2014)

La fase de Test de Aceptación del Eurosistema comenzó en marzo del 2014 y terminó en septiembre del mismo año. El comienzo de esta etapa se produce con la entrega de la plataforma de T2S al Eurosistema, que dio comienzo a una serie de actividades cuyo fin era evaluar si la plataforma cumplía con los documentos de alcance del T2S. Durante esta fase se concluyeron dos SP:

- SP5: Comienzo del Test de Aceptación del Eurosistema. En este punto se dio comienzo a los test formales que llevó a cabo el Eurosistema para asegurar que la plataforma tenía la calidad requerida y se ajustaba a la documentación legal que marcaba su alcance. De esta forma, este punto marca la confirmación de que el Eurosistema ha dado toda la documentación necesaria sobre las pruebas a los CSD y Bancos Centrales y confirma que está preparado para dar comienzo a las pruebas de aceptación.
- SP6: El Eurosistema se encuentra preparado para realizar pruebas de Usuarios. Este punto marca la confirmación del momento en el que los CSD y los Bancos Centrales pueden dar comienzo a las pruebas a nivel usuario. El Eurosistema confirma así que ha instalado los entornos, implementado todos los procesos de apoyo, formado a todos los equipos de apoyo y dado toda la documentación necesaria para dar comienzo a las pruebas del T2S por los usuarios.

4.5 Fase de Pruebas de los Usuarios (2014-2017)

El mes de agosto de 2014 marca el inicio de la fase de Pruebas de los Usuarios. Durante esta fase tienen lugar todas las pruebas llevadas a cabo por los CSD y Bancos Centrales con el fin de evaluar el funcionamiento de la plataforma con sus sistemas y de dar comienzo a los procesos de adaptación de los sistemas de cada país al nuevo sistema propuesto por el BCE. Todas estas pruebas se realizan con el fin de asegurar que la plataforma T2S cubre por completo los requisitos de los usuarios. Además, la finalización satisfactoria de los test de usuarios dará la opción a los CSD, Bancos Centrales, participantes directamente conectados a T2S y otras entidades con cuentas de efectivo dedicadas en T2S de migrar y operar en el nuevo sistema.

Especial relevancia durante esta etapa tiene el fin de semana del 22 al 23 de noviembre de 2014 ya que acercó el proyecto un paso más hacia el lanzamiento al completar de forma satisfactoria el ensayo del fin de semana de migración de la primera ola de participantes. Durante este proceso, tanto el Banco Central Europeo como los 4CB, así como los Bancos Centrales Nacionales y los Depositarios Centrales de Valores de los países pertenecientes a la primera ola se involucraron de manera conjunta en el ensayo.

Como todos los demás procesos, que se dieron durante esta fase o tendrán lugar en su momento, tal y como fue programado, los hechos necesarios para sobrepasar los siguientes hitos:

- SP7: Preparados para empezar: instalación de la conectividad. Este punto marca el comienzo de la instalación de la conexión para las Redes de Valor Añadido por parte de

los CSD y los Bancos Centrales, para poder dar comienzo posteriormente a las pruebas de conectividad al T2S User Testing Environment.¹⁷

- SP8: Comienzo de las Pruebas de Interoperación Bilateral. Este punto marca el comienzo de la fase de Interoperación Bilateral, durante la que cada CSD prueba que puede operar con T2S y comprueba que todos los servicios de T2S (como por ejemplo los procesos de liquidación) funcionan correctamente. Cabe destacar que, durante esta fase, los test se realizan de forma aislada por cada CSD o Banco Central.
- SP9.x¹⁸: Comenzar con las Pruebas de Interoperabilidad Multilateral. Durante esta fase cada CSD prueba los procesos de liquidación con otros CSD y Bancos participantes que se encuentren dentro de la misma ola de migración.
- SP10.x⁵: Comenzar con las Pruebas Comunitarias. En esta fase cada CSD extiende sus actividades hacia otros CSD y Bancos Centrales para incluir a los usuarios con los que tiene una relación contractual. El objetivo de esta fase es comprobar que los CSD pueden interactuar correctamente dentro del T2S.
- SP11.x⁵: Comenzar con las Pruebas de Día Laboral. Esta fase conlleva la simulación de varios días consecutivos de operación. Dentro de esta simulación, se incluyen todos los CSD que pertenecen a la ola de migración, así como a los Bancos Centrales y a los usuarios comunitarios. El objetivo es comprobar cómo se comporta la plataforma en unas condiciones similares a las de producción.
- SP12.x⁵: fin de las Pruebas de Usuario.

4.6 Fase de Migración (2015-2017)

Tal y como se ha avanzado anteriormente, la migración al nuevo sistema se llevará a cabo en diferentes olas a las que nos referiremos más adelante de forma específica, siendo la primera en junio de 2015 y la última en febrero de 2017.

El objetivo de esta fase es conseguir que la transición al nuevo sistema se realice de forma suave y efectiva por parte de los Depositarios Centrales de Valores, Bancos Centrales y sus productos. Para la preparación de esta fase es necesario haber dado varios pasos previos que incluyen la preparación para la puesta en marcha del entorno de producción (que coincidiría con el SP13) y la subida al sistema central de los datos estáticos.

Los diferentes hitos que se deben completar en esta fase son:

- SP14.x⁵: Preparados para conectar con la producción. Este punto marca la confirmación por parte de los CSD y de los Bancos Centrales de la posibilidad de conectar técnicamente al entorno de producción de T2S. Para ello, el Eurosistema ha creado una guía de conectividad que ha sido entregada tanto a los CSD como a los Bancos Centrales y se ha ofrecido un servicio de asistencia para apoyar durante la producción.

¹⁷ T2S User Testing Environment: entorno ficticio creado con el fin de reproducir las condiciones que se darían en un mercado normal, para poder evaluar el correcto funcionamiento de la plataforma por parte de cada uno de los CSDs y Bancos Centrales.

¹⁸ La x representa la ola a la que pertenece cada CSD, es decir, si se tratara de Monte Titoli, que se encuentra en la primera ola, la x se sustituiría por un 1.

- SP15.x⁵: Preparados para subir los datos estáticos. Este punto marca el comienzo del envío de datos a la plataforma T2S. Estos datos contienen la información empresarial común para todos los usuarios de T2S.
- SP16.x⁵: Preparados para la puesta en marcha de T2S. Este es el último punto a lograr de la lista antes de la migración. Todos los datos comunes deben haberse subido, la organización del fin de semana de migración debe haber sido definido, los operadores deben haber sido formados y la documentación de apoyo ha sido entregada a los CSD y Bancos Centrales.
- SP17.x⁵: Se dan Comienzo a las Operaciones de T2S.

4.7 Olas de Migración

Como ya se ha dicho anteriormente, la migración no tendrá lugar de golpe, sino que se hará de forma escalonada a través de diferentes “olas”. De esta forma, se divide a los operadores de los países en cuatro grupos que entraran en momentos distintos. El único requisito a la hora de realizar los grupos era que los CSD de los países de los 4CB se encontraran en olas distintas.

La siguiente tabla muestra el inicio de cada ola y el reparto de CSD en grupos:

1. Primera Ola que tendrá lugar el 22 de junio de 2015:

- Bank of Greece Securities Settlement System
- Depozitarul Central (Rumanía)
- Malta Stock Exchange
- Monte Titoli (Italia)
- SIX SIS (Suiza)

2. Segunda Ola que tendrá lugar el 23 de marzo de 2016:

- Euroclear Belgium
- Euroclear France
- Euroclear Nederland
- Interbolsa (Portugal)
- National Bank of Belgium Securities Settlement Systems

3. Tercera Ola que tendrá lugar el 13 de septiembre de 2016:

- Clearstream Banking (Alemania)
- Keler (Hungría)
- LuxCSD
- Oesterreichische Kontrollbank (Austria)
- VP Lux

- VP Securities (Dinamarca)

4. Cuarta Ola que tendrá lugar el 16 de febrero de 2017

- Centrálny depozitár cenných papierov SR (CDCP) (Eslovaquia)
- Eesti Väärtpaberikeskus (Estonia)
- Euroclear Finland
- **Iberclear (España)**
- KDD - Centralna klirinško depotna družba (Eslovenia)
- Lietuvos centrinis vertybinių popierių depozitoriumas (Lituania)
- BNY Mellon CSD (Bélgica)
- LCD - Latvijas Centralais depozitārijs (Letonia)

Sería importante añadir la existencia de una ola de contingencia en mayo de 2017, en la que todos aquellos que no hayan podido por falta de preparación unirse en la ola en la que debían a la nueva plataforma, puedan hacerlo de nuevo sin necesidad de tener que esperar a hacerlo de forma individual más adelante.

Como podemos comprobar, España se encuentra en la última de las olas, debido en gran medida a las fuertes reformas que debe asumir, para poder estar preparada para afrontar el último cambio a Target 2 Securities, sin que suponga un choque demasiado difícil de asumir para los operadores nacionales.

5 Reformas en España

Ante el enorme cambio que supone la implantación de esta nueva Directiva, los países del entorno europeo han ido tomando medidas para poder hacer el cambio más fácil para los CSD. Esto se aplica especialmente en España, donde el sistema es especialmente complejo en lo referido a la liquidación de las operaciones bursátiles. Para amortiguar el cambio y hacerlo más gradual y con un control más estricto por parte del Estado, se ha dado lugar a la creación de ciertas leyes como la reforma ARCO que propone implantar para el mercado bursátil, un sistema muy similar al que se quiere aplicar con el T2S sólo que varios años antes de que se realice el cambio oficial a la operativa europea.

Esta reforma, cuya primera fase que engloba al mercado bursátil, se debe llevar a cabo a lo largo de este año, gira en torno a tres pilares básicos:

1. Crear un sistema de registro basado en anotaciones en cuenta. Estas cuentas estarán a partir de ahora a nombre de las entidades financieras encargadas de la compra venta de los títulos tal y como ocurre en la actualidad con el sistema de registro de las operaciones de renta fija, llevadas a cabo por la misma empresa, Iberclear.
2. Introducir una entidad de contrapartida central. Llamada en España BME Clearing, que realizará las funciones más adelante desempeñadas por T2S, que pasará a ser la entidad de contrapartida central a nivel europeo. La creación de esta entidad obligará a que el sistema gire en torno a tres infraestructuras fundamentales: la propia ECC, la plataforma de negociación (SIBE) y el depositario central de valores (Iberclear).
3. Integración en una única plataforma de los actuales sistemas de CADE y SCLV. Dentro de esto, veo necesario explicar qué son cada uno de estos sistemas, y cómo será el nuevo sistema que será gestionado adelante por Iberclear una vez se haya unificado.

CADE es el sistema de anotaciones del mercado de Deuda Pública y AIAF en España. Es gestionado por Iberclear al ser el sistema que se sigue para la Compensación, Registro y Liquidación de la deuda pública y privada en España. Este sistema no es demasiado distinto del que se usa a nivel europeo para realizar las funciones principales de los Depositarios Centrales de Valores.

El SCLV es el sistema de anotaciones que rige todos los demás mercados financieros a excepción de MEFF. Es decir, bajo el SCLV se registran, liquidan y compensan los valores de la Bolsa y LATIBEX.

La creación del sistema ARCO que unificará todos los procesos y dará lugar a un procedimiento único para todos los mercados supondrá una simplificación en los procesos en los que se ve inmerso a diario Iberclear, haciendo del mercado bursátil un lugar más amable a inversores internacionales que, actualmente, tienen que realizar un proceso formativo completo para poder operar en el mercado español. Debido a esto último, los inversores extranjeros suelen recurrir a operadores ya establecidos aquí que usando su know-how y experiencia pueden facilitar enormemente los procesos para el cliente.

Esta reforma se llevará a cabo en dos fases bien diferenciadas que conlleven diferentes plazos a los que debe adaptarse Iberclear con el fin de llegar a tiempo al gran trasvase que será el paso del sistema que se está creando ahora al sistema de T2S.

Los plazos previstos para la aceptación y creación del nuevo sistema son:

1. Primera fase: último trimestre de 2015. Para este periodo es necesario que se haya establecido ya la creación de la Entidad de Contrapartida Central. Es decir, para este momento ya tendría que estar establecido y en funcionamiento la empresa BME Clearing cuyas funciones serán: hacer bilaterales las operaciones que se contratan multilateralmente en la Bolsa, netear las operaciones por entidad, código de valor y fecha de liquidación, convertirse en un mediador entre las compras y las ventas y, por último, enviar las operaciones bilaterales resultantes a Iberclear en su fecha de liquidación.
2. Segunda fase: primer trimestre de 2017. En esta fase se tiene que producir el paso de CADE a ARCO, comenzando el funcionamiento del nuevo sistema. Éste se ha dejado para el final ya que el cambio del sistema bursátil es más profundo.

En el resto de grandes países las reformas no son tan intensas ni suponen conflictos tan graves, en gran parte debido al hecho de que ellos ya utilizan sistemas parecidos al nuevo que quiere incluir a nivel paneuropeo el Eurosistema. Por lo tanto, no veo necesario investigar en profundidad las reformas realizadas en estos países.

6 Conclusiones

Con este trabajo pretendía analizar y comprender el nuevo sistema que se adoptará en los próximos años para la liquidación de los valores dentro de la Unión Europea. Dicho objetivo ha sido logrado, al explicar de forma pormenorizada todo el funcionamiento y la puesta en marcha del sistema, así como los objetivos que se planteaba cubrir al realizar dicha reforma. De esta forma, al realizar una plataforma informática que sirva de apoyo para los CSD y que permita desarrollar toda la liquidación en un lugar común para todos los CSD participantes, aclarando las operaciones para los inversores y facilitando el proceso para las entidades participantes.

Por otro lado, también se ha demostrado la necesidad de la creación de un nuevo sistema que permitiera unificar las normas y procesos a nivel europeo, gracias a Target 2 Securities, se podrán realizar operaciones internacionales sin incurrir en los altísimos costes que existían antes para las entidades, y, además, se reduce el número de intermediarios en cada operación, simplificando los trámites y recortando el tiempo de duración de cada operación de manera significativa. Relacionado con esto, también se está aprovechando la dinámica del mercado hacia la consolidación de los actores principales para mejorar y renovar los sistemas de los países que se encontraban anticuados en este aspecto y que precisaban de cambios profundos para ser capaces de ponerse a punto para poder entrar en un nuevo mercado en el que existirá la competitividad.

Respecto a esto último, la idea de destruir mercados monopolísticos domésticos al crear un gran mercado europeo, en el que exista la competencia, y en el que las entidades participantes, que actúan como clientes de los CSD, tengan algún tipo de poder de negociación sobre las instituciones que realizan las operaciones, supone un gran avance hacia la libertad de mercados y la justicia y ética hacia el cliente que se promueve dentro de la Unión Europea. Además, el hecho de que las funciones de liquidación las asuma un organismo europeo, que, al menos en teoría, funciona de forma parcial respecto a todos los países y compañías, y no tiene por objetivo la rentabilidad sino la cobertura de costes, por el lado financiero, y la cobertura de necesidades de los inversores finales, por el lado operativo; hace que el cliente perciba un proceso mucho más transparente, en el que se respetan más sus opiniones y derechos, y en el que comprende de donde provienen los costes en los que debe incurrir.

Además, cabe destacar el gran cambio que supondrá también para los operadores domésticos que, en algunos casos (como el español), verán simplificados sus procesos y racionalizadas las operaciones, todas en el camino de conseguir lograr un sistema más lógico y comprensible desde el exterior, que permita agilizar trámites y retirar las barreras entre los diferentes países. Debido a esto, también se abre una nueva época en la que la comunicación con el cliente, al que a partir de la introducción del nuevo sistema deberá ganarse al no estar cautivo como hasta ahora que no tiene ninguna alternativa al CSD nacional, creando nuevos retos y fomentando la adaptación a las necesidades del cliente. Del mismo modo, se abre una necesidad de coordinación con el resto de países que ahora pasarán a formar un gran mercado común, en el que todos los CSD podrán operar libremente sin necesidad de contactar con CSD extranjeros.

Finalmente, con el comienzo durante los próximos meses de la puesta en marcha de Target 2 Securities, se comprobará si de verdad se cumplen los objetivos marcados por el Eurosistema a la hora de diseñar este proyecto, si de verdad se adaptan los mercados a esta nueva forma de realizar sus operaciones, y si todas las ventajas se acaban traduciendo en el cliente final, tal y

como lo deseaba desde un principio el Banco Central Europeo cuando se decidió a dar el paso a esta nueva forma de unificar los países.

7 Bibliografía

Banco de España, 2015. *Banco de España*. [En línea]

Available at:

http://www.bde.es/bde/es/areas/sispago/Una_vision_gener/Los_sistemas_de_/Los_sistemas_de_c17a344baded821.html

[Último acceso: Abril 2015].

Clearstream, 2015. *Clearstream - Settlement*. [En línea]

Available at: <http://www.clearstream.com/clearstream-en/products-and-services/settlement>

[Último acceso: 5 Abril 2015].

Euroclear, 2010. *Euroclear - About Our Business*. [En línea]

Available at: <https://www.euroclear.com/en/about/Our-business.html>

[Último acceso: 3 Mayo 2015].

Euroclear, 2014. *Euroclear - Settling Your Transactions*. [En línea]

Available at: <https://www.euroclear.com/en/services/processing-your-transactions/settlement.html>

[Último acceso: 3 Mayo 2015].

Eurosystem, 2006. *Programme Plan T2S*. [En línea]

Available at: <https://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/progplan/html/index.en.html>

Eurosystem, 2007. *Framework Agreement*. [En línea]

Available at:

https://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/pdf/csd_FA/T2S_Framework_Agreement_Schedules.pdf?4aa14b212f8b50083309be08a79ded8c

[Último acceso: 2 Mayo 2015].

Eurosystem, 2011. *General Principles of T2S*. [En línea]

Available at:

https://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/progress/pdf/2011_t2s_general_principles.pdf

[Último acceso: 10 Mayo 2015].

Eurosystem, 2013. *ECB*. [En línea]

Available at: <https://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/>

[Último acceso: 3 Mayo 2015].

Eurosystem, 2014. *T2S: Settling Without Borders*. [En línea]

Available at:

https://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/progress/pdf/2011_t2s_general_principles.pdf

[Último acceso: 6 Mayo 2015].

Iberclear, 2014. *Iberclear - ¿Qué es Iberclear?*. [En línea]

Available at: <http://www.iberclear.es/esp/iberclear/Funciones.aspx>

[Último acceso: 10 Abril 2015].

Iberclear, 2015. *Iberclear - Sistemas Técnicos*. [En línea]

Available at: <http://www.iberclear.es/esp/SistemasTecnicos/SistemasTecnicos.aspx>

[Último acceso: 5 Abril 2015].

Monte Titoli, 2015. *Monte Titoli - Settlement and Custody*. [En línea]
Available at: <http://www.lseg.com/post-trade-services/settlement-and-custody/monte-titoli>
[Último acceso: 10 Abril 2015].

7.1 Normativa

Jefatura del Estado, 1988. *Ley 24/1988, 28 de julio, del Mercado de Valores*. Madrid, Boletín Oficial del Estado.

Available at: <http://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1988-18764&tn=1&vd=&p=20141204> [Último acceso: 1 Junio 2015]

CNMV, 2014. *Reforma del Sistema de Registro, Compensación y Liquidación*.

Available at: <http://www.cnmv.es/docportal/aldia/SituacionReforma24092014.pdf>
[Último acceso: 1 Junio 2015]

Eurosystem, 2012. *Guideline of the European Central Bank of 18 July on Target2-Securities*. Bruselas, Official Journal of the European Union.

Available at:
https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l_21520120811en00190029.pdf?8d64458f3b4a64d8d36b8e4f63e0a0ea [Último acceso: 1 Junio 2015]

Anexo III. Registro del depósito del Trabajo Fin de Grado (TFG)

NOMBRE DEL ALUMNO:

TÍTULO DEFINITIVO:

Director Asignado: _____, _____

Apellidos

Nombre

Nota:

El registro del depósito por parte del director/a, en ningún caso implica que el TFG esté aprobado.

CONSIDERACIONES DEL DIRECTOR (si las hubiere)

Firma del Director:

Fecha:

Firma del Coordinador de TFG:

AUTORIZACIÓN PARA LA DIGITALIZACIÓN, DEPÓSITO Y DIVULGACIÓN EN ACCESO ABIERTO (*RESTRINGIDO*) DE DOCUMENTACIÓN

1º. Declaración de la autoría y acreditación de la misma.

El autor D. _____, como _____ de la UNIVERSIDAD PONTIFICIA COMILLAS (COMILLAS), **DECLARA** que es el titular de los derechos de propiedad intelectual, objeto de la presente cesión, en relación con la obra _____

_____,¹ que ésta es una obra original, y que ostenta la condición de autor en el sentido que otorga la Ley de Propiedad Intelectual como titular único o cotitular de la obra.

En caso de ser cotitular, el autor (firmante) declara asimismo que cuenta con el consentimiento de los restantes titulares para hacer la presente cesión. En caso de previa cesión a terceros de derechos de explotación de la obra, el autor declara que tiene la oportuna autorización de dichos titulares de derechos a los fines de esta cesión o bien que retiene la facultad de ceder estos derechos en la forma prevista en la presente cesión y así lo acredita.

2º. Objeto y fines de la cesión.

Con el fin de dar la máxima difusión a la obra citada a través del Repositorio institucional de la Universidad y hacer posible su utilización de *forma libre y gratuita (con las limitaciones que más adelante se detallan)* por todos los usuarios del repositorio y del portal e-ciencia, el autor **CEDE** a la Universidad Pontificia Comillas de forma gratuita y no exclusiva, por el máximo plazo legal y con ámbito universal, los derechos de digitalización, de archivo, de reproducción, de distribución, de comunicación pública, incluido el derecho de puesta a disposición electrónica, tal y como se describen en la Ley de Propiedad Intelectual. El derecho de transformación se cede a los únicos efectos de lo dispuesto en la letra a) del apartado siguiente.

3º. Condiciones de la cesión.

Sin perjuicio de la titularidad de la obra, que sigue correspondiendo a su autor, la cesión de derechos contemplada en esta licencia, el repositorio institucional podrá:

- a) Transformarla para adaptarla a cualquier tecnología susceptible de incorporarla a internet; realizar adaptaciones para hacer posible la utilización de la obra en formatos electrónicos, así como incorporar metadatos para realizar el registro de la obra e incorporar “marcas de agua” o cualquier otro sistema de seguridad o de protección.
- b) Reproducirla en un soporte digital para su incorporación a una base de datos electrónica, incluyendo el derecho de reproducir y almacenar la obra en servidores, a los efectos de garantizar su seguridad, conservación y preservar el formato.
- c) Comunicarla y ponerla a disposición del público a través de un archivo abierto institucional, accesible de modo libre y gratuito a través de internet.²
- d) Distribuir copias electrónicas de la obra a los usuarios en un soporte digital.³

4º. Derechos del autor.

El autor, en tanto que titular de una obra que cede con carácter no exclusivo a la Universidad por medio de su registro en el Repositorio Institucional tiene derecho a:

- a) A que la Universidad identifique claramente su nombre como el autor o propietario de los derechos del documento.
- b) Comunicar y dar publicidad a la obra en la versión que ceda y en otras posteriores a través de cualquier medio.

¹ Especificar si es una tesis doctoral, proyecto fin de carrera, proyecto fin de Máster o cualquier otro trabajo que deba ser objeto de evaluación académica

² En el supuesto de que el autor opte por el acceso restringido, este apartado quedaría redactado en los siguientes términos: (c) Comunicarla y ponerla a disposición del público a través de un archivo institucional, accesible de modo restringido, en los términos previstos en el [Reglamento del Repositorio Institucional](#)

³ En el supuesto de que el autor opte por el acceso restringido, este apartado quedaría eliminado.

- c) Solicitar la retirada de la obra del repositorio por causa justificada. A tal fin deberá ponerse en contacto con el responsable, Vicerrector de Investigación, Desarrollo e Innovación de COMILLAS (curiarte@rec.upcomillas.es).
- d) Autorizar expresamente a COMILLAS para, en su caso, realizar los trámites necesarios para la obtención del ISBN.
- e) Recibir notificación fehaciente de cualquier reclamación que puedan formular terceras personas en relación con la obra y, en particular, de reclamaciones relativas a los derechos de propiedad intelectual sobre ella.

5º. Deberes del autor.

El autor se compromete a:

- a) Garantizar que el compromiso que adquiere mediante el presente escrito no infringe ningún derecho de terceros, ya sean de propiedad industrial, intelectual o cualquier otro.
- b) Garantizar que el contenido de las obras no atenta contra los derechos al honor, a la intimidad y a la imagen de terceros.
- c) Asumir toda reclamación o responsabilidad, incluyendo las indemnizaciones por daños, que pudieran ejercitarse contra la Universidad por terceros que vieran infringidos sus derechos e intereses a causa de la cesión.
- d) Asumir la responsabilidad en el caso de que las instituciones fueran condenadas por infracción de derechos derivada de las obras objeto de la cesión.

6º. Fines y funcionamiento del Repositorio Institucional.

La obra se pondrá a disposición de los usuarios para que hagan de ella un uso justo y respetuoso con los derechos del autor, según lo permitido por la legislación aplicable, y con fines de estudio, investigación, o cualquier otro fin lícito. Con dicha finalidad, la Universidad asume los siguientes deberes y se reserva las siguientes facultades:

- a) Deberes del repositorio Institucional:
 - La Universidad informará a los usuarios del archivo sobre los usos permitidos, y no garantiza ni asume responsabilidad alguna por otras formas en que los usuarios hagan un uso posterior de las obras no conforme con la legislación vigente. El uso posterior, más allá de la copia privada, requerirá que se cite la fuente y se reconozca la autoría, que no se obtenga beneficio comercial, y que no se realicen obras derivadas.
 - La Universidad no revisará el contenido de las obras, que en todo caso permanecerá bajo la responsabilidad exclusiva del autor y no estará obligada a ejercitar acciones legales en nombre del autor en el supuesto de infracciones a derechos de propiedad intelectual derivados del depósito y archivo de las obras. El autor renuncia a cualquier reclamación frente a la Universidad por las formas no ajustadas a la legislación vigente en que los usuarios hagan uso de las obras.
 - La Universidad adoptará las medidas necesarias para la preservación de la obra en un futuro.
- b) Derechos que se reserva el Repositorio institucional respecto de las obras en él registradas:
 - Retirar la obra, previa notificación al autor, en supuestos suficientemente justificados, o en caso de reclamaciones de terceros.

Madrid, a de de

ACEPTA

Fdo.....