



COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS

Bruselas, 28.4.2004
COM(2004) 312 final

**COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN AL CONSEJO Y AL PARLAMENTO
EUROPEO**

Compensación y liquidación en la Unión Europea – El camino a seguir

ÍNDICE

Introducción

Situación actual

1. Los mecanismos de *compensación y liquidación*
2. Los obstáculos encontrados por los informes **Giovannini**
3. Ausencia de marco normativo y de supervisión común
4. Ausencia de condiciones de igualdad

Los objetivos de la Comisión

Las iniciativas concretas de la Comisión

1. La creación del "Grupo consultivo y de seguimiento sobre la compensación y la liquidación"
2. Una directiva marco para *una compensación y una liquidación* eficaces y seguras a escala paneuropea
 - 2.1 Libertad de acceso y elección
 - 2.2 Un marco normativo y de supervisión común
 - 2.3 Gobernanza
3. Tratar las diferencias jurídicas y de legislación fiscal existentes
 - 3.1 El proyecto de seguridad jurídica
 - 3.2 Cuestiones fiscales
4. **Política de competencia**

Conclusiones

INTRODUCCIÓN

La creación de un mercado europeo de capitales integrado y eficaz constituye uno de los proyectos económicos más importantes y ambiciosos actualmente en curso en la Unión Europea. Desde 1999, momento en que se puso en marcha el Plan de acción para los servicios financieros, se ha avanzado mucho hacia este objetivo, tanto en términos de medidas legislativas como de integración del mercado.

Un elemento crucial de este marco será la seguridad y eficiencia de los mecanismos necesarios para completar las operaciones de valores mobiliarios ("compensación y liquidación"). Estos mecanismos, en gran medida invisibles para el pequeño inversor, constituyen la base de todos los mercados de valores y son imprescindibles para su buen funcionamiento.

Aunque los conceptos en que se basan estos procesos y mecanismos sean muy claros, los propios mecanismos resultan muy complejos de introducir y aplicar, especialmente en un contexto transfronterizo. Las actividades de compensación y liquidación puramente nacionales en la UE tienen un coste y seguridad razonables. Pero los mecanismos transfronterizos son complejos y fragmentarios, lo cual implica unos costes, riesgos e ineficacias mucho más elevados. Sin unos mecanismos eficaces de compensación y liquidación, la capacidad y la voluntad de los participantes en la negociación de valores de la UE no serán óptimas; la liquidez de los mercados financieros se verá afectada y el coste del capital será más elevado de lo necesario.

En este contexto las fuerzas del mercado demandan una eficiencia paneuropea mucho mayor. La introducción del euro y la mejora de las tecnologías de la información han contribuido al aumento del número y de la importancia relativa de las operaciones transfronterizas. Como consecuencia de ello, ha aumentado considerablemente la presión sobre los mecanismos transfronterizos de compensación y liquidación, así como lo que se espera de ellas. Los prestadores de servicios de compensación y liquidación están intentando aumentar el rendimiento, reducir los costes y establecer una presencia paneuropea, bien individualmente o a través de fusiones y alianzas, lo cual empieza a generar una importante reestructuración. Al mismo tiempo, las autoridades normativas, los supervisores y los controladores están adoptando medidas para aumentar la claridad y la homogeneidad de las normas aplicables a los Sistemas de compensación y liquidación de valores, con el fin de poner al día sus métodos de supervisión para resolver los desafíos planteados por la evolución del mercado, así como para aumentar la seguridad.

En la presente Comunicación, la Comisión expone las acciones que tiene intención de emprender para mejorar los mecanismos de compensación y liquidación. El planteamiento de la Comisión se basa en las siguientes consideraciones:

- el objetivo que debe lograrse es la consecución de un mercado eficiente, integrado y seguro para la compensación y liquidación de valores;
- la integración de los Sistemas de compensación y liquidación de valores exigirá la intervención conjunta de las fuerzas del mercado y de las autoridades públicas. En este contexto, la Comisión intentará promover la coordinación entre organismos del sector privado, autoridades normativas y legisladores con el fin de lograr el resultado deseado de la forma más eficaz que sea posible;

- en un entorno integrado y libre de obstáculos, los proveedores y usuarios de infraestructuras de los servicios pertinentes deberán tener acceso y poder elegir su sistema de compensación y liquidación preferido, debidamente autorizado y supervisado, respetando plenamente las normas de competencia de la UE. Para conseguir una liberalización de este tipo y garantizar el reconocimiento mutuo de sistemas, será necesaria una intervención reguladora a escala de la UE, a través de la adopción de una Directiva marco;
- en el ejercicio de sus competencias, la Comisión respetará los principios de subsidiariedad y proporcionalidad que figuran en el Tratado de la UE, así como la diversidad de planteamientos en los distintos Estados miembros por lo que se refiere a las estructuras de mercado;
- el respaldo legal de la compensación y la liquidación en la UE deberá ser claro, fiable y coherente;
- una mayor consolidación de la compensación y liquidación en la UE deberán orientarse principalmente al mercado, en la medida en que se responda a los intereses legítimos de orden público.

La Comisión invita a presentar comentarios sobre todos los aspectos de la presente Comunicación al Parlamento Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo, al Comité de las Regiones, a las autoridades reguladoras y supervisoras nacionales, a otras organizaciones y federaciones de la UE y nacionales, a los operadores en el mercado, a los inversores institucionales, proveedores de infraestructuras y todas las demás partes interesadas para el 30 de julio de 2004.

Después, a lo largo de 2005, decidirá la línea de conducta que adoptará y el contenido exacto de cualquier medida que pudiera resultar necesaria.

SITUACIÓN ACTUAL

1. Los mecanismos de compensación y liquidación

En la presente Comunicación, con la expresión “*compensación y liquidación*” se pretende describir a todo el conjunto de mecanismos necesarios para completar una operación de valores mobiliarios o derivados¹. Estos mecanismos abarcan toda una serie de entidades, instrumentos, reglas, procedimientos, normas y medios técnicos.

La realización de las funciones de compensación y liquidación se ha confiado principalmente a instituciones tales como Depositarios centrales de valores y Contrapartes centrales. Los primeros desempeñan principalmente funciones de *liquidación* y *custodia*, mientras que los segundos desempeñan típicamente funciones relacionadas con la *compensación*. Los Depositarios centrales de valores y las Contrapartes centrales no operan generalmente con pequeños inversores. El acceso a estas instituciones es ofrecido por otras entidades (depositarios y miembros compensadores) que actúan como intermediarios en las actividades de compensación y liquidación. No obstante, algunos intermediarios pueden no desear tener

¹ Salvo que se disponga lo contrario, se considerará que el término "operación(-ones)" incluye tanto valores como operaciones con derivados.

acceso directo a estas instituciones, utilizando en ese caso a otros intermediarios. Como consecuencia de ello, puede darse una estructura de intermediación con varios niveles.

En pocas palabras, todo el conjunto de mecanismos institucionales necesarios para concluir una operación de valores puede definirse como Sistema de *compensación y liquidación* de valores. Dentro de este marco general, podemos distinguir entre Sistemas de liquidación de valores, Contrapartes centrales, Depositarios y Miembros compensadores. Se puede considerar que los Sistemas de liquidación de valores incluyen a todas las instituciones que desempeñan las funciones de liquidación previa, liquidación y custodia; las Contrapartes centrales pueden definirse como las instituciones que desempeñan la función de *compensación*. En la presente Comunicación la función de *compensación* se define como las actividades que tienen como efecto garantizar las pérdidas potenciales que surjan en caso de que no haya contrapartida para una operación ("riesgo del coste de reposición"). Los depositarios prestan servicios de intermediación en la actividad de liquidación, mientras que los miembros compensadores prestan servicios de intermediación en la actividad de *compensación*.

Tradicionalmente, se ha entendido como *compensación (clearing)* el proceso por el que se calculan las obligaciones mutuas para el intercambio de valores mobiliarios y dinero, de forma bruta o neta, antes de efectuar la liquidación. Este proceso puede incluir también la compensación con novación (*netting with novation*) que tiene como resultado la garantía a las contrapartes del riesgo del coste de reposición. Como el perfil de riesgo de estas actividades es diferente en la presente Comunicación, las actividades mencionadas en primer lugar (es decir, el mero proceso de cálculo de las obligaciones mutuas) se consideran parte de la liquidación previa, mientras que las segundas (es decir, las que dan como resultado la garantía de las contrapartes del riesgo del coste de reposición) se denominan *compensación*. La *liquidación*, por otro lado, se considera que incluye el traspaso final de los valores mobiliarios del vendedor al comprador y de los fondos del comprador al vendedor.

Las operaciones transfronterizas pueden liquidarse a través de los siguientes canales:

- 1) acceso directo a distancia al Sistema de liquidación de valores extranjero;
- 2) utilización de un depositario que tenga acceso directo o indirecto (normalmente a través de un operador local) al Sistema de liquidación de valores extranjero;
- 3) utilización, como intermediario, de un Depositario central de valores o de un Depositario central de valores internacional² que tenga acceso directo o indirecto al Sistema de liquidación de valores extranjero.

En un contexto transfronterizo, los Sistemas de liquidación de valores pueden ofrecer servicios directos a operadores alejados físicamente de los valores para los cuales representan el punto final de liquidación (opción 1 anterior). Como ya se ha mencionado, los depositarios actúan típicamente como intermediarios para las actividades de liquidación. También actúan en esta capacidad en lo relativo a la liquidación transfronteriza (opción 2 anterior). Los Sistemas de liquidación de valores también pueden actuar como intermediarios, es decir, como Sistemas de liquidación de valores-Inversor, en relación con valores depositados para su

² Los Depositarios centrales de valores internacionales son sistemas de liquidación de valores para los eurobonos. Los dos únicos ejemplos de Depositarios centrales de valores internacionales son Euroclear Bank y Clearstream Banking Luxembourg.

custodia final en otro Sistema de liquidación de valores, denominado Sistema de liquidación de valores-Emisor (opción 3 anterior).

Por lo tanto, en la prestación de servicios de liquidación transfronterizos, los Sistemas de liquidación de valores, actuando en su capacidad como intermediarios, y los depositarios compiten entre sí, al menos potencialmente. La posibilidad de que el Sistema de liquidación de valores-Emisor ofrezca acceso directo a distancia significa que también puede, al menos potencialmente, competir con los Sistemas de liquidación de valores-Inversor y con los depositarios en la prestación de servicios de liquidación transfronteriza³.

En general, los actuales mecanismos para la ultimación de las operaciones en la Unión Europea se consideran eficientes a escala nacional, pero muy ineficaces a escala transfronteriza. Desde un punto de vista histórico, los Sistemas de compensación y liquidación de la UE se han desarrollado, en efecto, sobre una base estrictamente nacional, justificada por una actividad de negociación transfronteriza muy limitada en el pasado. Dadas las grandes economías de escala y alcance que caracterizan a los Sistemas de liquidación de valores y Contrapartes centrales, los mecanismos nacionales han experimentado un proceso de consolidación, que ha conducido a la creación de monopolios o cuasimonopolios que operan dentro de un marco técnico, normativo y jurídico homogéneos.

Las deficiencias de los mecanismos transfronterizos en la Unión Europea se deben a la falta de normas técnicas generales, a la existencia de prácticas comerciales diferentes y a la incoherencia de los fundamentos fiscales, jurídicos y normativos. Como consecuencia de ello, *la compensación y la liquidación* transfronterizas se revelan mucho más costosas y complejas a escala europea que a escala estrictamente nacional y potencialmente menos seguras. Esta estructura de mercado fragmentada no resulta ya aceptable en un momento en que las estrategias de inversión se basan cada vez más en consideraciones sectoriales paneuropeas y en que se está creando un mercado europeo único para los servicios financieros.

La Resolución del Parlamento Europeo de enero de 2003⁴ destacaba que los actuales acuerdos de compensación y liquidación no permiten que se traten eficientemente las operaciones transfronterizas, por lo que resulta imposible aprovechar plenamente un mercado interior de servicios financieros. El Parlamento observaba que el estado presente del mercado hace que resulte esencial la elaboración de una propuesta de directiva. El Parlamento sugería que el ejercicio del riesgo por el DCV debería limitarse al riesgo operativo y que la prestación de servicios de valor añadido por DCV debería ser objeto de una separación funcional. También rogaba a la Comisión que estudiara a fondo el ejemplo de EE.UU. de un marco unificado de compensación, liquidación y custodia. La Comisión invita a presentar cualquier comentario que las partes interesadas pudieran desear hacer habida cuenta de la petición del PE para que este asunto se siga estudiando más adelante.

2. Los obstáculos encontrados por los informes Giovannini

³ Lo mismo puede decirse de la compensación a través de una contraparte central. La compensación transfronteriza puede llevarse a cabo bien mediante el acceso a distancia, bien a través de los servicios de un miembro compensador general, o bien a través de los servicios de una contraparte central diferente. En este último caso, la contraparte central extranjera tratará al "Inversor-CPC" como operador que precisará de unos márgenes proporcionales a las posiciones de este último.

⁴ Resolución de Parlamento Europeo sobre la Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo titulada "Mecanismos de compensación y liquidación en la Unión Europea - Cuestiones principales y desafíos futuros".

La naturaleza de los problemas mencionados ha suscitado un vivo interés recientemente. Entre otros informes consagrados a esta cuestión, los dos informes elaborados por el **Grupo Giovannini** señalaron quince obstáculos de diferentes tipos: obstáculos técnicos o inherentes a las prácticas del mercado, obstáculos vinculados a los procedimientos fiscales y obstáculos jurídicos ("los obstáculos Giovannini"⁵), como las principales fuentes de fragmentación e ineficacia. Concluían que, mientras no se eliminen estos obstáculos, el sector de compensación y liquidación de la UE seguirá siendo una yuxtaposición de mercados nacionales no integrados⁶.

Aunque todos los obstáculos Giovannini constituyen un impedimento a la integración de los mecanismos de compensación y liquidación de la UE, tienen unos efectos diferentes sobre el desarrollo de la compensación y la liquidación transfronterizas. Según los informes, uno de los principales obstáculos para la integración lo constituyen las restricciones impuestas a la localización de la compensación y la liquidación. Estas restricciones no permiten a los operadores en el mercado acceder libremente al mecanismo de compensación y liquidación de su elección y, por consiguiente, suprimen una condición esencial para el aumento de la competencia y la eficacia en la prestación de servicios transfronterizos.

No obstante, aunque se suprimieran las restricciones que pesan sobre la localización de la compensación y la liquidación, otros obstáculos encontrados por el Grupo Giovannini seguirían restringiendo el ejercicio efectivo del derecho de elección y acceso. Por ejemplo, algunos de estos obstáculos hacen más atractivo, o incluso imponen, el recurso a operadores locales para acceder a los Sistemas de liquidación de valores extranjeros. Es el caso de todas las acciones cuya ejecución requiera conocimientos especializados o una experiencia en el entorno local (por ejemplo, a causa de las diferencias nacionales en el tratamiento reservado a los intereses sobre valores depositados en un intermediario, a las operaciones de sociedades, a las prácticas de emisión de valores, etc.) o cuando se impone de hecho la participación local (por ejemplo, mediante normas nacionales que dan a los intermediarios locales la responsabilidad exclusiva de las retenciones fiscales). Estos obstáculos impiden en la práctica a los inversores extranjeros o a los intermediarios la utilización de canales de liquidación transfronteriza que no impliquen la participación local.

Otro tipo de obstáculos impide el recurso a los Sistemas de liquidación de valores como intermediarios en el proceso de liquidación transfronteriza. Como ejemplo se puede citar el hecho de reservar el cobro de las retenciones fiscales sobre las operaciones a una funcionalidad integrada en el Sistema de liquidación de valores local. La utilización de un sistema distinto conllevaría un posible aumento de las retenciones fiscales sobre las operaciones. Como consecuencia de ello, los operadores en el mercado pueden, debido a los costes que conllevaría, no utilizar el sistema de liquidación del lugar que preferirían.

Otros obstáculos generan costes o riesgos adicionales con respecto a los mecanismos de *compensación y liquidación* nacionales (p. e. diferencias en las tecnologías de la información

⁵ Véase en el Anexo 1 la lista de obstáculos señalada en los informes Giovannini. En el sitio Internet de la Comisión se encuentra el texto íntegro de los dos informes, por lo que su contenido no se discute de forma detallada en la presente Comunicación.

⁶ La pertinencia de los obstáculos señalados por el Grupo Giovannini, además de la ausencia de un marco reglamentario y cautelar común y de igualdad de las condiciones de competencia entre los Sistemas de *compensación y liquidación* (véase más adelante), se examinaba en una primera Comunicación de la Comisión titulada "Mecanismos de compensación y liquidación en la Unión Europea – Cuestiones principales y desafíos futuros", COM (2002) 257 final de 28.5.2002, disponible en: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/clearing/index.htm

e interfaces, entre otros). Su eliminación reducirá las diferencias de coste y riesgo generales entre compensación y liquidación transfronterizas y nacionales.

3. Ausencia de un marco normativo y de supervisión común

Otra característica importante de los Sistemas europeos de compensación y liquidación es la ausencia de un marco normativo y de supervisión común. Las autoridades públicas nacionales son responsables de la seguridad de estos Sistemas, tanto en términos de protección de los inversores como de estabilidad sistémica. En el caso de las operaciones transfronterizas, las autoridades nacionales también deben cerciorarse de que todos los sistemas extranjeros relacionados estén regulados y supervisados adecuadamente.

A falta de un marco normativo común, las autoridades normativas pueden denegar el acceso u oponerse al uso de sistemas extranjeros, con el fin de mantener el buen funcionamiento de los mercados y garantizar la estabilidad financiera.

Como respuesta, el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y el Comité de responsables europeos de reglamentación de valores (CRERV) han constituido un grupo de trabajo común, el *Grupo del Trabajo SEBC/CRERV*, con el fin de elaborar unas normas comunes para los prestadores de servicios de compensación y liquidación de la Unión Europea. Su labor se basa en una adaptación de las Recomendaciones⁷ de CSPL-OICV⁸ al contexto europeo. En julio de 2003, el SEBC y el CRERV publicaron sus proyectos de normas para consulta⁹. Estas normas no serán vinculantes. No prevalecerán, por lo tanto, sobre las posibles disposiciones del Derecho nacional que puedan afectar a su aplicación concreta por las autoridades nacionales competentes.

4. Ausencia de condiciones de igualdad

La ausencia de un marco legislativo apropiado en la UE sobre los Sistemas de compensación y liquidación, junto con el hecho de que algunas entidades que prestan servicios de compensación y liquidación están autorizadas como bancos o entidades de inversión, plantea dos cuestiones importantes sobre las condiciones de igualdad.

Mientras que los bancos y las entidades de inversión pueden, en virtud del pasaporte creado por la Directiva sobre los servicios de inversión, ofrecer servicios de custodia y liquidación de forma transfronteriza, no se ofrece un derecho equivalente a los prestadores de servicios de compensación y liquidación que no sean bancos ni entidades de inversión.

Asimismo, existen diferencias sobre la exigencia de capital aplicable a los distintos prestadores de servicios de compensación y liquidación. En particular, se observan diferencias entre las entidades autorizadas como bancos y las otras. A falta de armonización en este ámbito, también existen diferencias entre las entidades que prestan servicios de compensación y liquidación no autorizadas como bancos.

⁷ "Recommendations for Securities Settlement Systems" (Recomendaciones para los Sistemas de liquidación de valores), informe del grupo de trabajo CSPL-OICV sobre los Sistemas de liquidación de valores, noviembre de 2001.

⁸ Comité sobre los sistemas de pago y liquidación de los bancos centrales del G10 y Organización internacional de las comisiones de valores mobiliarios.

⁹ "Informe Consultivo: Normas para los Sistemas de compensación y liquidación de valores en la Unión Europea", julio de 2003.

Además, aunque puedan existir entidades autorizadas como bancos que puedan ofrecer servicios de intermediación y bancarios, así como servicios básicos de las infraestructuras de liquidación y custodia, en algunos Estados miembros los custodios pueden no disponer del mismo grupo de derechos.

LOS OBJETIVOS DE LA COMISIÓN

La Comisión tiene como principal objetivo la creación de sistemas de compensación y liquidación de la UE que sean seguros y eficaces y que garanticen la igualdad entre los distintos prestadores de servicios interesados. Considera que, para lograr este objetivo, deben aplicarse las medidas y políticas siguientes:

- (a) **la liberalización y la integración** de los Sistemas de compensación y liquidación existentes, mediante la introducción de derechos de acceso plenos a todos los niveles y la supresión de los obstáculos actuales a la compensación y liquidación transfronterizas;
- (b) la aplicación continuada de la **política de competencia** con el fin de abordar las prácticas de mercado restrictivas y supervisar una mayor consolidación del sector;
- (c) la adopción de un **marco normativo y de supervisión común** que garantice la estabilidad financiera y la protección de los inversores y permita el reconocimiento mutuo de los sistemas;
- (d) la aplicación de **mecanismos de gobernanza** apropiados.

La **liberalización e integración** de los Sistemas de compensación y liquidación en la Unión Europea exigirá que los mercados, los prestadores de estos servicios y los inversores tengan acceso a todas las opciones posibles para la compensación y liquidación transfronterizas. Sólo cuando puedan elegir sin restricciones las modalidades de compensación y liquidación de las operaciones transfronterizas, la competencia se ejercerá plenamente y podrá generar efectos positivos en términos de reducción de los precios y de eficacia económica.

Para que esta elección exista realmente, es necesario que los sistemas puedan tener acceso los unos a los otros. La Comisión considera, por lo tanto, que una etapa fundamental para conseguir un mercado liberalizado e integrado de compensación y liquidación en la Unión Europea es la concesión de una libertad total de elección y acceso a todos los prestadores de estos servicios, incluidas las Contrapartes centrales y los Sistemas de liquidación de valores. No es el caso en estos momentos, ni lo será con la aprobación de la nueva Directiva sobre los servicios de inversión, dado que subsisten las restricciones nacionales y comerciales a la localización de la compensación y la liquidación.

No obstante, la introducción de una total libertad de acceso y elección no será efectiva o suficiente sin la supresión de todos los demás obstáculos señalados en los informes Giovannini. La supresión de los obstáculos técnicos o inherentes a las prácticas de mercado, los vinculados a los procedimientos fiscales y los jurídicos constituyen elementos necesarios para completar la integración de los Sistemas de compensación y liquidación en la Unión Europea. Por esta razón, la Comisión aprueba el planteamiento general adoptado en los dos informes Giovannini. También es favorable a la recomendación específica formulada por el Grupo Giovannini según la cual los obstáculos antes citados deben ser suprimidos mediante los esfuerzos combinados del sector privado y del sector público y siguiendo una secuencia apropiada.

Otro obstáculo importante a la compensación y a la liquidación transfronterizas que deben tratar las autoridades públicas se refiere a la liquidación efectiva de las operaciones con valores mobiliarios. Actualmente, los operadores a distancia en el Eurosistema de los bancos centrales nacionales no tienen acceso a los mecanismos de crédito intradía ofrecidos por éstos a los operadores nacionales. No constituye un problema para la liquidación de los valores durante las horas de funcionamiento de TARGET¹⁰, puesto que los operadores en este sistema pueden traspasar fondos fácilmente de una cuenta a otra. Pero sí que lo constituye fuera de las horas de funcionamiento de TARGET, especialmente cuando los Sistemas de liquidación de valores realizan liquidaciones durante la noche.

La Comisión considera que, en general, la liquidación transfronteriza efectiva de las operaciones con valores mobiliarios debería facilitarse al máximo, habida cuenta de los objetivos del Eurosistema y de los otros bancos centrales europeos, por ejemplo permitiendo a las entidades bancarias concentrar la liquidez en una cuenta del banco central, transfiriendo los fondos después durante las horas de funcionamiento de los Sistemas de liquidación de valores, o permitiéndoles utilizar una única cuenta, como será posible con la versión mejorada de TARGET actualmente en proyecto (TARGET 2¹¹), con el objetivo de apoyar su actividad de liquidación en la Unión Europea¹².

No obstante, aunque son elementos esenciales de todo el proceso, la liberalización y la integración de los sistemas europeos de compensación y liquidación no bastarán para garantizar su eficacia. Las autoridades competentes también deberán velar por que los prestadores de servicios interesados respeten plenamente *las normas de competencia*. La integración de los Sistemas de compensación y liquidación existentes puede aumentar potencialmente la eficacia. Este potencial no debería verse anulado por la adopción de prácticas contrarias a la competencia por estos sistemas, por ejemplo mediante una denegación de acceso arbitraria o una imposición de precios excesivos o discriminatorios.

Además de las medidas antes citadas, la Comisión considera que debe introducirse en la Unión Europea un *marco normativo y de supervisión común*. Este marco reforzará la seguridad de los Sistemas de compensación y liquidación y permitirá su reconocimiento mutuo. El buen funcionamiento de todos los mecanismos post-negociación es un factor crucial para la seguridad de los mercados financieros y la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. Los operadores en los Sistemas de compensación y liquidación se enfrentan a una serie de riesgos¹³. Si la incapacidad de uno de ellos incapacita a todos los demás a cumplir sus obligaciones, el Sistema de compensación y liquidación podría convertirse en una fuente importante de inestabilidad financiera.

Dado que los Sistemas de compensación y liquidación mantienen los activos que se utilizan para garantizar los pagos efectuados en los sistemas de pagos de importes elevados y como garantías en las operaciones de política monetaria, su seguridad y eficacia son también de la

¹⁰ TARGET es el Sistema electrónico transeuropeo exprés de liquidación bruta en tiempo real.

¹¹ BCE, "TARGET 2: principios y estructura", 16 de diciembre de 2002. TARGET 2 ofrece la posibilidad de consolidar las plataformas técnicas de los sistemas nacionales a los bancos centrales que decidan renunciar a sus propias plataformas. No cabe duda de que esta consolidación facilitará la liquidación transfronteriza.

¹² El informe consultivo CRERV/SEBC dirige una recomendación similar a los bancos centrales, invitándoles "a mejorar el mecanismo para disponer del dinero del banco central, por ejemplo ampliando las horas de funcionamiento del sistema de transferencia de efectivo y facilitando el acceso a las cuentas de efectivo del banco central".

¹³ Entre estos riesgos figuran el riesgo de liquidez, de crédito, de custodia, operativo y jurídico. Véanse las recomendaciones CSPL-OICV para un debate profundo de estas cuestiones.

mayor importancia para garantizar la eficacia de dichos sistemas de pago y de la política monetaria.

También es necesario que las operaciones con valores mobiliarios se ultimen de manera rápida y eficaz, cumpliendo las condiciones de la negociación. Si los inversores perciben que un sistema de compensación y liquidación no es seguro, no desearán realizar operaciones financieras que den lugar a una compensación y una liquidación en el mismo. Esto influiría directamente en la liquidez del mercado financiero e indirectamente en el coste del capital.

Por estas razones, en el marco reglamentario actual, las autoridades normativas pueden rechazar el acceso u oponerse al recurso a sistemas extranjeros si piensan que no puede mantenerse el buen funcionamiento de los mercados de los que son responsables y garantizarse la estabilidad financiera general.

La Comisión considera que debe abordarse este problema y que la liberalización y la integración de los Sistemas de compensación y liquidación deben ir acompañadas por la introducción de un marco normativo y de supervisión común, que aumentará la seguridad de la compensación y liquidación en la Unión Europea, permitiendo al mismo tiempo el reconocimiento mutuo de los sistemas.

La aprobación de medidas destinadas a liberalizar el acceso y establecer un marco normativo y de supervisión común introducirá también la igualdad de las condiciones de competencia, suprimiendo las disparidades existentes en términos de derechos de acceso y exigencias de capital entre los prestadores de servicios de compensación y liquidación autorizados como bancos y los demás. Las mismas actividades deberían ser objeto del mismo tratamiento (el "enfoque funcional"), sean cuales sean las entidades que las ejerzan. Este enfoque implica la adopción de definiciones comunes para las actividades realizadas en el proceso de *compensación y liquidación*. No supone, sin embargo, la segregación de funciones en esta fase. No obstante, se invita a las partes a presentar sus observaciones sobre este planteamiento habida cuenta de los acuerdos existentes en algunos mercados nacionales europeos y que distinguen entre funciones de infraestructura y bancarias.

La aprobación de **acuerdos de gobernanza** eficaces también permitiría establecer una respuesta previa a algunas preocupaciones de las autoridades públicas relativas a la seguridad de los Sistemas de liquidación de valores y Contrapartes centrales y su posible adopción de prácticas contrarias a la competencia. Estos acuerdos serían complementarios a las políticas antes citadas: la política de competencia y una normativa y supervisión eficaces.

La política de la Comisión sobre compensación y liquidación, concederá pues prioridad: (a) a la **liberalización e integración** de los Sistemas existentes, (b) a la aplicación de la **política de competencia**, (c) a la adopción de un **marco normativo y de supervisión común** incluida la cuestión de las definiciones y (d) a la adopción de **acuerdos de gobernanza** apropiados.

* * *

Una vez adoptadas todas las medidas necesarias, debería acelerarse la consolidación de los Sistemas de liquidación de valores y Contrapartes centrales. La Comisión está de acuerdo con las conclusiones de los informes Lamfalussy y Giovannini, según las cuales este proceso de consolidación debería ser dirigido por el mercado.

La Comisión considera que, siempre que se establezcan las salvaguardias oportunas en términos de marco normativo y de supervisión y de política de competencia, debería ser

neutral respecto a cuestiones estructurales como (a) el grado y la forma de la consolidación (horizontal o vertical) y (b) la oportunidad para los Sistemas de liquidación de valores y Contrapartes centrales de ofrecer servicios de intermediación o bancarios. Si se establecen estas salvaguardias, la Comisión no propondrá ni impondrá ninguna estructura institucional o de mercado específica. Tampoco propondrá ni impondrá una segregación de los servicios de intermediación y bancarios eventualmente ofrecidos por los Sistemas de liquidación de valores o las Contrapartes centrales. Corresponderá a las fuerzas del mercado conferir al sector de *compensación y liquidación* su estructura "definitiva". Son los mercados y no las autoridades normativas los mejor situados para decidir la estructura del sector y la combinación de consolidación e integración que responde mejor a sus necesidades.

El objetivo general de las autoridades deberá ser facilitar este proceso, alentando a las fuerzas del mercado y garantizando al mismo tiempo que se tratan los objetivos de interés general. Estos objetivos deberán realizarse por medio del marco normativo y de supervisión común previsto, mediante la aplicación y el respeto plenos de las disposiciones legales nacionales y comunitarias de competencia y mediante la aplicación de acuerdos de gobernanza apropiados.

LAS INICIATIVAS CONCRETAS DE LA COMISIÓN

La realización del objetivo anteriormente mencionado, la creación, en la Unión Europea, de Sistemas de compensación y liquidación eficaces y seguros, que garanticen la igualdad de las condiciones de competencia entre los distintos prestadores de servicios de compensación y liquidación, será un proceso largo y complejo que exigirá los esfuerzos combinados de las infraestructuras del mercado, los operadores del mercado, las autoridades normativas y los legisladores. La Comisión considera que deberá desempeñar un papel principal, consistente en ofrecer el impulso político necesario, coordinar acciones y proponer medidas específicas destinadas a crear el marco legislativo apropiado.

Basándose en lo anterior, la Comisión tiene intención de:

- (a) ***Crear un grupo consultivo y de seguimiento:*** La Comisión tiene intención de crear un grupo consultivo y de seguimiento para superar todos los obstáculos Giovannini de los que el sector privado tiene responsabilidad única o conjunta y promover el proyecto general de integración y liberalización.
- (b) ***Proponer una Directiva sobre compensación y liquidación:*** La Comisión considera necesario complementar la supresión, dirigida por el mercado, de los obstáculos Giovannini pertinentes mediante la creación de un marco legislativo seguro que garantice la libre prestación de los servicios de compensación y liquidación en toda la Unión Europea sobre la base de exigencias comunes. Este marco suprimirá las restricciones sobre la localización de la prestación de estos servicios. Permitirá también el reconocimiento de los distintos sistemas nacionales en virtud del principio del Estado miembro de origen. La Directiva debería ser una Directiva marco que se limite a enunciar grandes principios de acuerdo con el enfoque Lamfalussy.
- (c) ***Tratar los problemas de carácter jurídico y fiscal:*** La Comisión tiene la intención de crear grupos de expertos encargados de examinar los obstáculos de carácter jurídico y fiscal para la integración, hacer balance de la situación y, cuando proceda, sugerir métodos de armonización de las legislaciones o procedimientos nacionales.
- (d) ***Velar por la aplicación efectiva de las normas de competencia:*** La Comisión y las autoridades nacionales de competencia combatirán las prácticas de mercado

contrarias a la competencia, como la denegación de acceso arbitraria y la imposición de precios excesivos o discriminatorios y, en paralelo, controlarán las posiciones de monopolio existentes y una mayor consolidación del sector, interviniendo en caso necesario.

La creación del grupo consultivo y de seguimiento y de los grupos de expertos encargados de las cuestiones jurídicas y fiscales deben considerarse prioritarias.

1. La creación del "Grupo consultivo y de seguimiento sobre la compensación y la liquidación"

Entre las medidas y políticas que deben aplicarse para lograr los objetivos fijados por la Comisión, la integración de los Sistemas de compensación y liquidación existentes es la que requiere una mayor coordinación entre los organismos públicos y privados. Para suprimir los obstáculos a la integración, deberá pedirse la actuación de estos organismos y establecerse las sinergias necesarias.

El lanzamiento de estas acciones de los sectores público y privado tendrá importantes repercusiones sobre la forma en que las actividades de compensación y liquidación se ejercen en toda la Unión Europea. Como consecuencia de ellas, los procesos, las políticas y las actitudes tendrán que cambiar. La Comisión es también consciente de que los intereses de los operadores en el mercado pueden no coincidir, dependiendo de sus funciones y de los servicios que prestan. Para algunos de ellos, la participación en un mercado abierto e integrado exigirá importantes inversiones; para otros, el riesgo de perder algunos sectores de actividad en favor de la competencia será elevado. Este estado de hecho podría ser fuente de retrasos y fricciones en la adopción y la aceptación de las medidas destinadas a suprimir los diferentes obstáculos.

Por estas razones todos los organismos involucrados en este proceso deberán estar convencidos de la necesidad de acciones concretas. Es necesario un fuerte liderazgo político. Además, también resulta necesario un seguimiento de los resultados producidos por el proceso en su conjunto, con el fin de garantizar la constancia de los esfuerzos y evitar que se desvíen del objetivo general y de la dirección fijada.

Para conseguir los resultados deseados, la Comisión es favorable a la creación de un grupo consultivo y de seguimiento informal. Sigue con ello las recomendaciones del Grupo Giovannini, que preconizaba la creación de un mecanismo de coordinación y seguimiento para garantizar el éxito de toda la operación.

Este grupo debería, en particular, de acuerdo con la Comisión:

- (a) ***promover*** el conjunto del proyecto e ***informar*** públicamente, ofreciendo todos los informes y explicaciones necesarios sobre el estado de las reformas, garantizando la transparencia en todo momento;
- (b) ***funcionar como un foro*** abierto a los organismos públicos y privados, demostrándoles de este modo que se va avanzando;
- (c) ***concertarse*** con los grupos de expertos encargados de tratar los obstáculos jurídicos y fiscales (véase la sección 3);
- (d) ***proporcionar una asistencia informal*** a la Comisión;

- (e) ***hacer de interfaz*** entre los organismos públicos y privados implicados en el proceso, con el objetivo de:
- delimitar las interdependencias entre los distintos obstáculos existentes;
 - coordinar unos planes de acción detallados y garantizar la coherencia del proceso de aplicación general;
 - hacer un seguimiento de los avances realizados y de la secuencia de las acciones;
- (f) ***garantizar una concertación*** con el Grupo de los 30 y otros foros internacionales para garantizar la coherencia de las iniciativas de la UE con las concebidas a escala internacional.

Este "*Grupo consultivo y de seguimiento sobre la compensación y la liquidación*" debería estar compuesto por representantes de alto nivel de distintos organismos públicos y privados que participen en el proyecto, entre ellos SEBC y CRERV.

El Grupo estará presidido por la Comisión. Se espera que se reúna al menos dos veces al año y que designe subgrupos especializados encargados de aspectos concretos del proceso.

2. Una Directiva marco para una compensación y una liquidación eficaces y seguras a escala paneuropea

La supresión de los obstáculos técnicos e inherentes a las prácticas de mercado, objetivo para el cual se han confiado algunas responsabilidades al sector privado, es condición necesaria pero no suficiente para la realización de un mercado liberalizado, integrado y competitivo post-negociación en la Unión Europea. La Comisión considera que, para lograr este objetivo, es necesario adoptar una Directiva marco que trate las siguientes cuestiones:

- una libertad total de acceso y elección;
- un marco normativo común;
- acuerdos de gobernanza apropiados.

2.1 Libertad de acceso y elección

El logro de un Sistema de compensación y liquidación integrado dependerá, en gran medida, de que los prestadores de estos servicios tengan verdadera libertad de acceso a la localización de la compensación y liquidación de su elección, en condiciones no discriminatorias. Está claro, por las respuestas recibidas por la Comisión a su primera Comunicación que subsisten algunas restricciones de elección y acceso. Muy a menudo estas restricciones se derivan de las disposiciones nacionales o de su interpretación. Algunas leyes exigen, por ejemplo, que las operaciones bursátiles se liquiden en un sistema afiliado o concedan privilegios especiales a los bancos locales para la liquidación y gestión de las carteras de valores. La manera más eficaz de suprimir estas restricciones u otras restricciones directas o indirectas similares, integradas en multitud de instrumentos jurídicos nacionales, consiste probablemente en la adopción de una Directiva marco que introduzca un derecho total de elección y acceso y defina las condiciones de su ejercicio. La alternativa, que consistiría en una acción voluntaria de los legisladores y autoridades normativas nacionales, sería mucho menos segura y podría no permitir una liberalización a escala europea por mucho tiempo.

Aunque la Unión Europea ha empezado a enfrentarse a este asunto a través de la legislación comunitaria, deberá avanzarse más si se quiere crear un entorno verdaderamente liberalizado e integrado para las operaciones transfronterizas post-negociación. La actual Directiva sobre los servicios de inversión (DSI)¹⁴ establece que las empresas autorizadas, tales como las entidades de inversión o los bancos, gozan de un derecho de acceso directo o indirecto a las infraestructuras de compensación y liquidación puestas a disposición de los miembros de los mercados regulados en toda la Unión Europea. En virtud de esta norma, las empresas autorizadas que gozan de un acceso a distancia a los mercados regulados también deberán tener acceso al sistema de compensación y liquidación de este mercado, en condiciones no discriminatorias con relación a las ofrecidas a los operadores locales.

La nueva DSI¹⁵ amplía este derecho, permitiendo a las empresas autorizadas acceder directamente a los Sistemas de compensación y liquidación de otro Estado miembro, aunque no sean miembros de un mercado regulado o de un sistema de negociación multilateral establecido en ese Estado miembro. También concede capacidad de elección tanto a los mercados como a las empresas autorizadas en la realización de las operaciones de compensación o liquidación. Así, concede:

- a) **a las empresas autorizadas:** el derecho de acceso a las Contrapartes centrales y a los Sistemas de liquidación de valores de los otros Estados miembros;
- b) **a las empresas autorizadas:** el derecho a elegir el lugar de liquidación de sus operaciones, siempre que:
 - el sistema de su elección cuente con los vínculos necesarios para su utilización;
 - la autoridad del mercado regulado convenga que el sistema elegido permite preservar el funcionamiento armonioso y ordenado de los mercados financieros;
- c) **a los mercados regulados:** el derecho a recurrir a los servicios de las Contrapartes centrales de otro Estado miembro para la totalidad o parte de las operaciones. No obstante, la autoridad competente de un mercado regulado puede oponerse a este recurso cuando pueda demostrar que éste amenaza el funcionamiento ordenado de dicho mercado regulado¹⁶.

Los **derechos de acceso** previstos en la nueva DSI no son totales y, por consiguiente, no permiten la integración de los sistemas a todos los niveles. Sólo se refieren a las empresas

¹⁴ Directiva 93/22/CEE de 10 de mayo de 1993, DO L 141 de 11.6.1993, p. 27.

¹⁵ Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo de 7 de abril de 2004. La Directiva establece en su artículo 34 que “*Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión de otros Estados miembros tengan derecho a acceder a los sistemas de contrapartida central, compensación y liquidación existentes en su territorio con el fin de liquidar o concertar la liquidación de operaciones en instrumentos financieros. Los Estados miembros exigirán que el acceso de dichas empresas de inversión a estos sistemas esté sujeto a los mismos criterios objetivos, transparentes y no discriminatorios que se aplican a los participantes locales. Los Estados miembros no restringirán el uso de estos mecanismos a la compensación y liquidación de las operaciones en instrumentos financieros realizadas en un mercado regulado o en un SMN de su territorio.*”

¹⁶ La nueva propuesta de DSI reconoce claramente las preocupaciones de las autoridades públicas relativas al recurso a sistemas extranjeros cuando no actúan sobre la base de un marco reglamentario común.

autorizadas. Las Contrapartes centrales y los Sistemas de liquidación de valores no disponen del derecho correspondiente a convertirse en miembros de otros sistemas. Esto limita la posibilidad que tienen las empresas autorizadas de ejercer el derecho a elegir el lugar de liquidación.

El **derecho a elegir el lugar de liquidación**, previsto en la nueva DSI, tiene por objeto liberar a las empresas autorizadas de la necesidad de ser miembros de numerosos Sistemas de liquidación de valores. Este derecho les permitirá elegir dónde liquidar sus operaciones y dónde depositar sus valores, en función de sus propias necesidades comerciales. Podrán así decidir centralizar su cartera en un único sistema o en una combinación de los mismos, seleccionados libremente sobre la base de criterios como el coste, la eficacia, el acceso a la financiación, la calidad del servicio u otras consideraciones que estimen importantes. Esto permite una simplificación y una gestión mucho más eficaz de las garantías.

Sin embargo, para que las empresas autorizadas puedan ejercer su derecho de elección, sería necesario que el lugar de liquidación escogido tenga acceso al "Sistema de liquidación de valores-Emisor". Por lo tanto, los Sistemas de liquidación de valores de los distintos Estados miembros deberían gozar de un derecho de acceso mutuo. Además, el derecho de elección previsto en la nueva DSI no cubre la *compensación*. La Comisión considera que las empresas autorizadas deberían poder elegir, no sólo el lugar de liquidación, sino también el de la compensación de sus operaciones. Al elegir el lugar de liquidación, los operadores en el mercado podrían realizar una liquidación transfronteriza, mediante el Sistema de liquidación de valores de su elección. De la misma manera, al seleccionar el lugar de la compensación, podrían obtener una compensación *transfronteriza* en la Contraparte central de su elección. **Para que la libertad de elegir el lugar de la compensación sea efectiva**, sería necesario que las Contrapartes centrales de los distintos Estados miembros gocen de un derecho de acceso mutuo.

Las Contrapartes centrales desempeñan típicamente un papel de intermediario entre las partes que participan en una operación, actuando como compradores con respecto a todo vendedor y como vendedor con respecto a todo comprador ("novación"). A efectos de la liquidación de las operaciones que son objeto de una novación, deben poder acceder directa o indirectamente a los Sistemas de liquidación de valores que garanticen su liquidación final y la custodia de los valores. En consecuencia, las Contrapartes centrales también deberían tener derecho de acceso a los Sistemas de liquidación de valores de los otros Estados miembros.

La concesión de derechos de acceso a las Contrapartes centrales y a los Sistemas de liquidación de valores no tendría como única consecuencia hacer efectivo el derecho de elección de las empresas autorizadas, sino que también garantizaría la igualdad de las condiciones de competencia entre los distintos prestadores de servicios de compensación y liquidación.

El **derecho a recurrir a los servicios de Contrapartes centrales** establecidas en otro Estado miembro, concedido a los mercados regulados con arreglo a la nueva DSI, tiene por objeto aumentar la competencia en la prestación de servicios de compensación en la Unión Europea.

Este derecho de elección ofrecido a los mercados regulados no es total en el sentido de que los mercados regulados, además del derecho a recurrir a una Contraparte central extranjera, también deberían poder optar a los servicios de un Sistema de liquidación de valores

establecido en otro Estado miembro. Además, estos derechos deberían incluir a los Sistemas de negociación multilateral¹⁷.

La Comisión considera, en consecuencia, que la combinación de las disposiciones de la Directiva marco sobre *compensación y liquidación* y de la nueva DSI debería introducir la siguiente serie de derechos de acceso y elección:

- *entidades de inversión y bancos*: derecho de acceso a los Sistemas de compensación y liquidación de los otros Estados miembros;
- *Contrapartes centrales*: derecho de acceso a las Contrapartes centrales y a los Sistemas de liquidación de valores de los otros Estados miembros;
- *Sistemas de liquidación de valores*: derecho de acceso a los Sistemas de liquidación de valores de los otros Estados miembros;
- *mercados regulados y Sistemas de negociación multilateral*: derecho a celebrar acuerdos oportunos con las Contrapartes centrales y los Sistemas de liquidación de valores de los otros Estados miembros.

En todos estos casos, el acceso debería regirse por normas transparentes y no discriminatorias, basadas en criterios objetivos. Para evitar toda discriminación, cualquier divergencia con relación a una escala de servicios o tarifas normales también debería estar justificada por razones objetivas. Es, asimismo, importante tener en cuenta que la concesión de una total libertad de acceso a los Sistemas de liquidación de valores y a las Contrapartes centrales no implica que estas entidades deban exigir y mantener el acceso a otros sistemas. Sin embargo, si existe y funciona un vínculo entre dos Sistemas de liquidación de valores, éstos no deberían poder rechazar la utilización de este vínculo para la liquidación de operaciones de valores mobiliarios para los cuales uno de ellos representa el punto final de liquidación.

2.2. Un marco normativo y de supervisión común

Las restricciones nacionales al derecho de elección y acceso pueden explicarse por razones históricas, pero también pueden reflejar el interés legítimo de las autoridades normativas y supervisoras de mantener la seguridad de los sistemas y la estabilidad financiera global. Como ya se ha indicado, el CRERV y el SEBC están elaborando actualmente normas destinadas a establecer un marco normativo y de supervisión que servirá de base para el tratamiento de estos temas en la Unión Europea. Es de esperar que las autoridades normativas y supervisoras ("las autoridades nacionales") integren estas normas en sus marcos de evaluación respectivos y controlen así su aplicación. No tendrán carácter vinculante, por lo que no prevalecerán sobre las disposiciones nacionales contrarias a ellas.

Con la multiplicación de las fusiones y vínculos transfronterizos entre los Sistemas de compensación y liquidación, las autoridades nacionales van a tener que cooperar más estrechamente si quieren lograr una regulación y una supervisión transfronterizas eficaces. En este contexto, es importante determinar claramente el régimen aplicable, es decir designar qué autoridad es competente para la regulación y supervisión de un conjunto dado de actividades

¹⁷ Con el acuerdo político alcanzado por el Consejo el 7 de octubre de 2003 sobre el proyecto de nueva DSI, se resuelven estas limitaciones, concediendo tanto a los mercados regulados como a los Mecanismos de negociación multilateral el derecho a recurrir a los servicios de Contrapartes centrales y a los Sistemas de liquidación de valores extranjeros.

transfronterizas de compensación y liquidación. A falta de un marco común, la cooperación transfronteriza entre las autoridades nacionales encargadas de controlar un sistema o a sus operadores adopta actualmente la forma de un acuerdo celebrado directamente entre estas autoridades, cuando la evolución del mercado lo exige. Una vez más, el proyecto de normas SECB-SEBC establece un esquema apropiado para la distribución de responsabilidades entre las autoridades nacionales correspondientes. No obstante, ninguna norma prevalecerá sobre las responsabilidades que les incumban en virtud de la legislación nacional.

Estas deficiencias intrínsecas de las normas ponen de manifiesto que la normalización, aunque permita establecer, hasta cierto punto, una base común para el control de la compensación y la liquidación, no podría sustituir a un verdadero marco legislativo. Como es el caso de la introducción del derecho total de acceso y elección, la Comisión considera que el hecho de basarse en una acción voluntaria de los legisladores o autoridades normativas nacionales para la creación de un marco normativo y de supervisión común ofrecería una menor seguridad jurídica y podría no garantizar la equidad reglamentaria durante mucho tiempo.

Estas deficiencias se pueden evitar adoptando una Directiva que establezca un conjunto común de principios de alto nivel para la aprobación, regulación y supervisión de los Sistemas de compensación y liquidación. Sin embargo, las normas aplicables específicamente a estos sistemas deberían ser flexibles y tener en cuenta debidamente las prácticas del mercado y las de supervisión. Ésta es la razón por la que la Comisión considera que los principios antes citados deberían concretarse en medidas específicas adoptadas de acuerdo con el enfoque en cuatro niveles preconizado por el grupo Lamfalussy. Las normas SECB/SEBC podrían entonces constituir la base de toda medida de ejecución del nivel 2, que se elaboraría en virtud de las disposiciones de autorización de la Directiva marco.

Está previsto que esta Directiva introduzca:

- un enfoque funcional;
- exigencias iniciales y continuas sobre el control prudencial y la protección de los inversores; y
- una cooperación de las autoridades supervisoras.

Enfoque funcional: en la misma línea de los trabajos emprendidos recientemente por los grupos de trabajo de CSPL-OICV y SEBC/CRERV, la Comisión considera que la Directiva debería estar basada en un enfoque funcional que garantice una coherencia de acción y evite los conflictos entre normativas.

En este sentido, la Directiva debería introducir unas definiciones funcionales comunes de las actividades de *compensación y liquidación*. Estas definiciones podrían cubrir, aunque no necesariamente reflejar, un amplio abanico de actividades post-negociación, como *la casación y la confirmación de las operaciones, la compensación, la liquidación, la custodia y la función notarial*. En cualquier caso, deberían basarse en segmentos apropiados de la cadena de valor, no en el estatuto de "intermediario" o de "infraestructura" del prestador de servicios, aunque esta dicotomía pueda seguir siendo pertinente para apreciar la escala de riesgo asociada a las distintas funciones. Se invita a las partes a presentar sus observaciones sobre la importancia de esa dicotomía en este contexto. La Comisión considera que el grado de precisión en la definición de funciones dependerá de la manera en que las distintas actividades se relacionan con las exigencias prudenciales y de protección de los inversores consideradas convenientes, en especial con respecto a las distintas categorías de riesgos (riesgo de crédito,

riesgo operativo, riesgo de custodia, etc.) que deben abordar estas exigencias. También habría que examinar si resulta oportuno ampliar estas definiciones y el ámbito de aplicación de la Directiva a otras actividades post-negociación, como la *gestión de garantías* o la *gestión de activos*.

La Comisión es consciente de que las actuales prácticas de mercado han conducido a veces a emplear un mismo término para designar funciones diferentes o complementarias. La Directiva debe abordar este problema, enunciando definiciones que describan sin ambigüedad algunas funciones, aunque no cubran necesariamente todos los usos actuales de un término. En la presente Comunicación, la Comisión se ha limitado intencionadamente a definir dos grandes categorías de funciones: *la compensación* y *la liquidación*. *La compensación* designa las actividades, como la novación, que tienen como efecto garantizar las contrapartidas contra el riesgo del coste de reposición, mientras que *la liquidación* cubre, según la definición bastante amplia que se da, las operaciones previas a la liquidación, la liquidación y la custodia. En la Directiva prevista, estas definiciones deberán concretarse y precisarse, habida cuenta de su correlación con las exigencias pertinentes de control prudencial y protección de los inversores.

Exigencias iniciales y permanentes de control prudencial y protección de los inversores: el objetivo del nuevo marco legislativo introducido con la Directiva sobre *la compensación y la liquidación* es permitir a los Sistemas de compensación y liquidación proponer libremente sus servicios en otros Estados miembros. Al mismo tiempo, estas entidades representan, para los otros operadores en el mercado, una fuente importante de riesgo de contrapartida y de riesgo sistémico. Ésta es la razón por la que la Comisión considera necesario, para alcanzar un reconocimiento mutuo en el mercado interior de los servicios financieros, establecer un conjunto común de exigencias iniciales y permanentes de control prudencial y protección de los inversores, además de algunas exigencias relacionadas con la gobernanza (véase la sección 2.3).

Así pues, la Directiva debería establecer las **exigencias para una capitalización adecuada** aplicables a los Sistemas de compensación y liquidación en la Unión Europea. Estas exigencias de capital deberían estar claramente vinculadas con las funciones ejercidas, como se define adecuadamente, así como con el riesgo asociado a estas funciones ("enfoque funcional"). La Comisión considera que estas exigencias de capitalización deberían tener en cuenta las exigencias actualmente aplicables a los bancos, en particular en lo relativo al riesgo de crédito. No obstante, en la medida en que el régimen de capitalización aplicable a los bancos, en su forma actual y en la previsible, no se considera adecuada para la cobertura de los riesgos inherentes a la *compensación* y a la *liquidación*, debería adaptarse en consecuencia. En esta fase, no se excluye la formulación de exigencias prudenciales suplementarias.

La Directiva también debería establecer **principios de alto nivel sobre la gestión de riesgos**, como el principio de la entrega contra pago, además de algunos otros principios relativos a la **protección de los inversores**, como los que tienen como finalidad preservar la integridad de la emisión y la protección de los valores de los clientes. En particular, resulta fundamental garantizar la fiabilidad de las anotaciones contables en todos los niveles de la cadena de intermediación. Unas prácticas contables sólidas y unos procedimientos adecuados de conciliación de las anotaciones contables en toda la cadena de intermediación son, en efecto, complementos indispensables de todo esfuerzo destinado a precisar los efectos jurídicos de la tenencia indirecta de valores (sobre los esfuerzos de armonización de estos efectos jurídicos, véase la sección 3.1). La Comisión considera finalmente que estos principios de alto nivel

sobre la gestión de riesgos y la protección de los inversores deberían concretarse mediante la aprobación de medidas específicas, como las elaboradas por CRERV/SEBC.

Cooperación entre supervisores: la introducción de una total libertad de acceso, la supresión de los actuales obstáculos a la prestación transfronteriza de servicios de compensación y liquidación y la introducción de un marco reglamentario común deberían tener como consecuencia un nivel más elevado de integración y consolidación del sector de *compensación y liquidación*. Por ello, es necesario que el marco reglamentario antes citado incluya un modelo de cooperación entre supervisores, con el fin de que los Sistemas de compensación y liquidación que ejerzan una actividad transfronteriza no estén sometidos al control de múltiples autoridades de supervisión, ya que esto aumentaría el coste de la reglamentación y su complejidad.

El modelo prudencial aplicado en los sectores armonizados a escala europea (banca, servicios de inversión, etc.) está basado en el principio del **control por el país de origen**. Según este principio, afianzado en varias directivas de la UE, la supervisión de una entidad por lo que respecta a las actividades que ejerce en su país de origen o en el extranjero mediante una sucursal o en prestación de servicios, incumbe a las autoridades del país de origen. También establece que la supervisión de las filiales extranjeras de estas entidades corresponde a las autoridades del Estado miembro en cuyo territorio estén establecidas. Las autoridades del país de acogida, por otro lado, conservan la responsabilidad para determinados asuntos, como la supervisión de la liquidez de las sucursales, las medidas de la aplicación de la política monetaria, etc. Este modelo prudencial ofrece también un marco que permite el intercambio regular de la información entre las autoridades supervisoras y su cooperación mutua.

La Comisión considera que en el sector de compensación y liquidación debería introducirse un modelo similar, convenientemente adaptado a su especificidad, con el fin de coordinar la responsabilidad supervisora de las autoridades nacionales.

Este marco de cooperación entre supervisores también debería tener en cuenta el hecho de que algunas entidades ya pueden ser objeto en la actualidad de un régimen de supervisión (como el aplicable a los bancos). La Directiva debería, en efecto, evitar la duplicación de las exigencias de supervisión.

Sobre la base de estas disposiciones, los Sistemas de liquidación de valores, las Contrapartes centrales, los Custodios y los Miembros compensadores deberían adquirir un pasaporte de la UE que les permitiría ejercer su actividad sobre una base transfronteriza. En la actualidad, sólo los Custodios disponen de este pasaporte, en virtud de la Directiva sobre los servicios de inversión. El pasaporte relativo a la compensación y a la liquidación garantizará la igualdad de las condiciones de competencia entre todos los prestadores de servicios interesados.

2.3. Gobernanza

Los Sistemas de liquidación de valores y las Contrapartes centrales gozan de un enorme poder en el mercado. También representan una fuente de inestabilidad potencial para el conjunto del sistema financiero. Ahora bien, el riesgo de que algún Sistema de liquidación de valores o alguna Contraparte central se transforme en fuente de inestabilidad financiera aumenta significativamente en la medida en que el proceso de integración implica una mayor consolidación en la UE. Los acuerdos de gobernanza pueden contribuir a limitar este riesgo.

La Comisión considera extremadamente importante que los Sistemas de liquidación de valores y las Contrapartes centrales apliquen unos acuerdos de gobernanza adecuados. Por ello opina que deberían incluirse en la Directiva marco algunos principios de alto nivel.

Los acuerdos de gobernanza abarcan las relaciones entre propietarios, administradores, directores y otras partes interesadas, incluidos los usuarios y las autoridades que representan el interés público. Las diversas categorías de afectados tienen distintos intereses. Los propietarios de los Sistemas de liquidación de valores y Contrapartes centrales tienen legítimo interés en maximizar sus beneficios. Los usuarios quieren recibir los servicios que responden a sus necesidades a precios razonables. Las autoridades públicas deben velar por que los Sistemas de liquidación de valores y las Contrapartes centrales: (i) no sigan prácticas contrarias a la competencia; y (ii) dispongan de garantías adecuadas contra el riesgo. Estos intereses pueden entrar en conflicto. Por ejemplo, la maximización de los beneficios no debe implicar un aumento del riesgo, lo que podría ser el caso si un Sistema de liquidación de valores o una Contraparte central no realiza las inversiones necesarias, tanto en sistemas de información como en personal.

Los principales componentes de la gobernanza son los siguientes: (i) la estructura del accionariado y la del grupo; (ii) la composición del consejo de administración; (iii) los canales de información entre la dirección y el consejo de administración; y (iv) las iniciativas tomadas por la dirección y las modalidades según las cuales debe dar cuenta de los resultados obtenidos, por ejemplo a un comité de auditoría¹⁸.

Hay que hacer una distinción importante entre dos tipos de estructuras de gobernanza: (i) las entidades propiedad de los usuarios y reguladas por ellos; y (ii) las entidades con ánimo de lucro. En el primer caso, los usuarios poseen la sociedad. No obstante, es relevante el hecho de que las participaciones en la propiedad se distribuyen con arreglo a la utilización que se hace de las prestaciones de la sociedad. Asimismo, las participaciones también deben reflejarse en la composición del consejo de administración. De esta forma, la sociedad no sólo es propiedad de los usuarios, sino que también es regulada por ellos. En la medida en que la utilización puede variar con el tiempo, es necesario un mecanismo que garantice la correspondencia de ésta con las participaciones. En el segundo caso, la participación no está vinculada con la utilización. Entre estos dos tipos de estructuras de gobernanza, existe un margen para la concepción de soluciones intermedias.

La Comisión considera que una estructura de gobernanza apropiada resulta fundamental para solucionar los problemas que pueden plantearse en este ámbito. Pero no tiene intención de entrar en el debate sobre qué forma es preferible (entidades propiedad de los usuarios y reguladas por ellos o entidades con ánimo de lucro). Lo importante es que, cualquiera que sea el modelo elegido, se respeten plenamente las exigencias establecidas.

* * *

Los acuerdos de gobernanza deberían especificarse claramente y ser transparentes. A este respecto, los propietarios de los Sistemas de liquidación de valores y Contrapartes centrales deberían dar a conocer, a partir de un límite determinado, el importe de su participación. Los sueldos de los directores y administradores y cualquier régimen de incentivos deberían hacerse públicos o al menos revelarse a los usuarios. Esto permitiría conocer a quién se distribuyen los beneficios, la remuneración de los directores y administradores y los

¹⁸ Véanse las Recomendaciones CSPL-OICV y las normas CRERV/SEBC.

incentivos de éstos. La transparencia de los acuerdos de gobernanza también supone que los objetivos fijados y las principales decisiones adoptadas se comuniquen a los propietarios, a los usuarios y a las autoridades públicas.

Asimismo, los Sistemas de liquidación de valores y las Contrapartes centrales deberían disponer de uno o más comités independientes, como un comité de auditoría, compuesto en su mayoría por administradores independientes. Este comité de auditoría se encargaría de velar por que las preocupaciones de las autoridades públicas y los intereses de los usuarios sobre los siguientes puntos: (a) organización interna y adecuación global de los recursos humanos y tecnológicos; (b) contabilidad; (c) fiabilidad de los sistemas de información; y (d) política de gestión de riesgos. Algunas de las misiones confiadas al comité de auditoría podrían, por su carácter altamente técnico, delegarse a sociedades exteriores. Por otra parte, correspondería al comité de control identificar y tratar los conflictos de intereses potenciales entre propietarios y usuarios, así como entre propietarios y/o usuarios, por una parte, y las autoridades públicas, por otra. La independencia de los administradores se aprecia generalmente con relación a los directores y a los accionistas que tienen una participación de control. Dado el interés inherente a las autoridades públicas por el buen funcionamiento de los Sistemas de liquidación de valores y Contrapartes centrales, algunos administradores deberían ser también independientes con relación a los usuarios y a los accionistas que no tengan una participación de control.

También debería tratarse la cuestión de los acuerdos de gobernanza que deben aplicarse a los intermediarios, en especial en relación con las actividades de sus servicios de valores. La Comisión considera que el régimen aplicable a ellos debería ser coherente con los acuerdos de gobernanza previstos para los accionistas mayoritarios y la gestión de los Sistemas de liquidación de valores y Contrapartes centrales, que son importantes para asegurar la transparencia, la idoneidad y propiedad y la contención de riesgos.

* * *

Las medidas anteriores se ajustan globalmente a las orientaciones políticas expuestas en la Comunicación de la Comisión sobre el Derecho de sociedades y la gobernanza empresarial¹⁹. No obstante, la Comisión considera que, dado el interés que tienen las autoridades públicas en evitar que los Sistemas de liquidación de valores y las Contrapartes centrales no realicen prácticas contrarias a la competencia, podrían revelarse apropiadas otras medidas de gobernanza, habida cuenta del desarrollo actual del sector y de su previsible desarrollo futuro. Como consecuencia de una mayor integración, distintas categorías de entidades van a competir probablemente por la prestación de servicios transfronterizos de *compensación y liquidación*. Por ejemplo, será el caso previsible de los Depositarios centrales de valores, de los Depositarios centrales internacionales de valores y de los custodios para la prestación de servicios transfronterizos de *liquidación*. Por ello, está previsto que las Contrapartes centrales y los Sistemas de liquidación de valores disocien los servicios que proponen en calidad de intermediarios y lleven una contabilidad separada a este respecto. Las mismas disposiciones deberían aplicarse a cualquier actividad secundaria, por ejemplo la bancaria, que pudieran ejercer los Sistemas de liquidación de valores o las Contrapartes centrales. Aunque estas otras medidas puedan parecer más intrusivas que otras exigencias de revelación de información (por ejemplo, la separación de las contabilidades puede implicar decisiones discrecionales sobre cómo atribuir los costes), pueden reforzar el grado de transparencia de las Contrapartes centrales y los Sistemas de liquidación de valores. A este

¹⁹ COM (2003) 284 final de 21.5.2003.

respecto, la presente Comunicación sigue el enfoque propuesto en la Comunicación sobre el Derecho de sociedades y la gobernanza empresarial, según la cual habría que "considerar cuando sea posible [...] la preferencia que ha de darse a las **exigencias de revelación de información** (porque es una intromisión menor en la vida de la empresa y pueden resultar una manera dirigida a los mercados de alcanzar resultados rápidamente" (p. 11).

Separación de las contabilidades: Con el fin de conseguir la separación de las contabilidades, es necesario realizar una separación de los costes e ingresos. La obligación de elaborar tarifas distintas para servicios diferentes, como se debate más adelante, permitiría una separación de los ingresos. Como los Sistemas de liquidación de valores y las Contrapartes centrales se caracterizan por grandes economías de alcance con respecto al ejercicio de sus actividades principales, por una parte, y al de sus actividades secundarias, por otra parte, la separación de los costes implicará decisiones discrecionales.

Por ejemplo, consignando un porcentaje de costes muy escaso a sus actividades secundarias, cualquier Sistema de liquidación de valores o Contraparte central podría mostrar que está realizando un beneficio sobre estas actividades, lo cual sería señal de que no se está produciendo una financiación cruzada. Sería una prueba engañosa: si el "buen" porcentaje de gastos fijos se consignara a las actividades secundarias, éstas parecerían menos rentables o, en caso extremo, efectivamente deficitarias. Así pues, la cuestión de la consignación de los costes exige la mayor prudencia, si se quieren lograr los resultados deseados. A tal efecto, la Directiva considerada podría referirse a las normas internacionalmente aceptadas sobre consignación de costes, lo que permitiría a las entidades interesadas disponer de una base sólida para cumplir sus obligaciones. En cualquier caso, como se ha mencionado anteriormente, la Comunicación prevé que las cuestiones contables, incluida la consignación de los costes, serán responsabilidad de un **Comité de control**, compuesto en su mayoría por administradores independientes.

Disociación de las actividades: También está previsto imponer una tarificación distinta y, previa petición, la prestación distinta de los servicios secundarios, tales como los servicios ofrecidos en calidad de intermediario y los servicios bancarios. Esta obligación podría dar una respuesta adecuada a las preocupaciones suscitadas por el hecho de que las Contrapartes centrales y los Sistemas de liquidación de valores puedan intentar obligar a sus usuarios a comprar servicios que propongan como "monopolios", a condición de comprarles también otros servicios no deseados. Estas prácticas plantean problemas de competencia y limitan la capacidad de los usuarios para desarrollar sus actividades con el prestador de servicios más eficiente, disminuyendo con ello la eficacia.

La prestación de servicios bancarios (incluida la recepción de depósitos y la concesión de crédito) plantea problemas específicos. En general, los operadores de los Sistemas de liquidación de valores pueden necesitar crédito para superar una falta temporal de liquidez en el momento de la liquidación de sus operaciones con valores. Este crédito que necesitan corresponde al mismo tipo de activos (dinero del banco central o de la banca comercial) que los que se utilizan para la liquidación efectiva de las operaciones con valores. Los Sistemas de liquidación de valores que realizan la liquidación a su cargo (banca comercial) también conceden crédito a sus operadores.

Existen varias maneras de solucionar el problema de la prestación de servicios bancarios por parte de los Sistemas de liquidación de valores en situación de monopolio. La primera consiste en hacer que la liquidación en efectivo del banco central sea obligatoria. La segunda, en obligar a los Sistemas de liquidación de valores a ofrecer la posibilidad de liquidar en dinero del banco central. Una tercera alternativa consistiría en obligar a los Sistemas de

liquidación de valores que realicen la liquidación en dinero de la banca comercial a permitir que otros bancos efectúen la liquidación efectiva de las operaciones con valores. Ninguna de estas soluciones obligaría a los operadores de los Sistemas de liquidación de valores a recurrir a los servicios bancarios ofrecidos por el Sistema de liquidación de valores-Emisor.

La Comisión considera que los Sistemas de liquidación de valores que realizan la liquidación en dinero de la banca comercial deberían, como mínimo, ofrecer también a sus operadores la posibilidad de liquidar en dinero de la banca central. Éste es el enfoque adoptado en los proyectos de normas sobre la compensación y la liquidación elaborados por el SEBC/CRERV.

* * *

Por último, con el fin de garantizar la equidad a este respecto, los directivos de los Sistemas de compensación y liquidación y sus accionistas mayoritarios deberían cumplir las exigencias de honorabilidad y competencia y las condiciones de idoneidad aplicables respectivamente a sus homólogos de los bancos o entidades de inversión.

Por todas las razones mencionadas en las anteriores secciones, la Comisión considera que será necesario adoptar una Directiva marco para introducir: (a) **derechos de acceso y elección** totales, (b) un **marco normativo común** y (c) **acuerdos de gobernanza** apropiados.

La Directiva que se pretende elaborar no es más que un primer paso. Debería proporcionar un equilibrio apropiado entre la legislación previa y la intervención posterior de las autoridades de competencia para hacer cumplir las normas de competencia. La Comisión seguirá supervisando de cerca y, en caso necesario, adaptando su planteamiento a la evolución que se produzca. En caso de que se produjeran nuevos avances en el mercado puede resultar necesario revisar el planteamiento establecido, incluso a través de otras medidas con el fin de garantizar que el marco jurídico existente asegure condiciones de competencia equitativas para los diversos operadores y aborde adecuadamente los problemas potenciales que puedan surgir.

3. Tratar las diferencias jurídicas y de legislación fiscal existentes

3.1 El proyecto de seguridad jurídica

La seguridad de cualquier sistema de compensación y liquidación de valores depende en última instancia de la solidez del ordenamiento jurídico en el que se basa. Tanto la legislación general como la que trata de la propiedad, los valores mobiliarios o la insolvencia, así como disposiciones más específicas, como las normas operativas de los sistemas, todo ello influye en la forma en que operan los Sistemas de compensación y liquidación de valores y su eficacia global. Para que los Sistemas de compensación y liquidación de valores cumplan adecuadamente su función, el marco jurídico deberá ser claro, fiable, coherente y previsible en su interpretación y puesta en práctica. De esta manera, se reducen considerablemente los riesgos legales para los operadores y para el sistema en su conjunto.

La compensación y la liquidación transfronterizas implican una multiplicidad de órganos jurisdiccionales que representan tradiciones y enfoques jurídicos diferentes. Aunque cada uno de estos órganos jurisdiccionales puede tratar adecuadamente las cuestiones que se plantean en el contexto nacional, cuando prestan servicios de compensación y liquidación transfronterizas es necesario identificar claramente la legislación nacional aplicable a los aspectos contractuales y de propiedad de toda la operación (la cuestión del conflicto entre

legislaciones). Además, aunque se tratara correctamente la identificación de las leyes nacionales sustantivas aplicables mediante la armonización de las disposiciones nacionales en lo relativo al conflicto entre legislaciones, las discrepancias entre las legislaciones sustantivas nacionales de los distintos órganos jurisdiccionales en cuestión pueden afectar desfavorablemente al proceso en su totalidad. Estas cuestiones legales especialmente complejas suponen un aumento considerable de los costes e incertidumbres de la compensación y liquidación transfronterizas.

Los dos informes Giovannini describen de manera clara los asuntos suscitados por las cuestiones jurídicas en este contexto. Señalaron como barreras importantes para una mayor integración la aplicación desigual de las normas nacionales sobre conflictos entre legislaciones, las diferencias nacionales en el tratamiento legal de la compensación bilateral y la ausencia de un marco a escala comunitaria para el tratamiento de los intereses en valores. Los informes también consideraban un obstáculo importante las diferencias existentes entre legislaciones nacionales en lo relativo al momento en que un comprador es considerado propietario de un valor a efectos de las operaciones de sociedades.

El actual marco jurídico de la UE ya aborda algunos de estos asuntos. Así pues, las diferencias en el tratamiento legal de la compensación y los asuntos relacionados con los conflictos entre legislaciones se han tratado, en gran medida, en las Directivas sobre la firmeza de la liquidación²⁰ y sobre Acuerdos de garantía financiera²¹. Las dos Directivas también contienen disposiciones especiales sobre la aplicación de las leyes sobre insolvencia a los Sistemas de compensación y liquidación de valores y a los Acuerdos de garantía financiera, que pretenden aumentar la seguridad de los sistemas y la de los Acuerdos de garantía financiera.

La Directiva sobre la firmeza de la liquidación minimiza la interrupción causada a un sistema de liquidación por los procedimientos de insolvencia y garantiza que las órdenes de transferencia y la compensación sean legalmente ejecutorias y vinculantes ante terceros. En consecuencia, la compensación no podrá ser anulada cuando las órdenes de transferencia se hayan introducido en el sistema. Por otra parte, las operaciones liquidadas no podrán anularse sobre la base de la llamada "regla de las cero horas", a veces incorporada en las leyes de insolvencia. La Directiva también establece que las órdenes de transferencia sean irrevocables a partir de un momento especificado por el sistema. Por último, la garantía prestada a los bancos centrales o relacionada con la participación en un sistema se preserva de los efectos de la ley sobre insolvencia.

La Directiva también aborda el asunto de los conflictos entre legislaciones en relación con dicha disposición de la garantía en caso de que se registren los derechos del tomador de la garantía en un registro, en una cuenta o en un depositario central de valores (DCV). La Directiva sigue el enfoque del intermediario pertinente (PRIMA), es decir que la determinación de los derechos de los tenedores de garantías estará regulada por la legislación del Estado miembro donde estén situados el registro, la cuenta o el DCV.

La Directiva sobre garantía financiera, que está en curso de aplicación por los Estados miembros, tiene un ámbito de aplicación mucho más amplio puesto que cubre (casi) todas las operaciones con garantías financieras realizadas por sistemas e "intermediarios financieros"²².

²⁰ Directiva 98/26 de 19 de mayo de 1998, DO 1998 L166/45.

²¹ Directiva 02/47 de 6 de junio de 2002, DO 2002 L168/43

²² Las operaciones con garantías financieras realizadas con personas físicas no entran en el ámbito de la Directiva.

Reduce las exigencias formales para los acuerdos de garantías financieras y protege su validez e irrevocabilidad contra determinadas disposiciones sobre insolvencia, como las reglas "de las cero horas". Reconoce la compensación exigible anticipadamente incluso cuando su aplicación desencadena el comienzo o la continuación de los procedimientos de liquidación o las medidas de reorganización. La Directiva adopta el mismo planteamiento PRIMA para tratar conflictos entre legislaciones en relación con la naturaleza legal y con los efectos relacionados con la propiedad de la *garantía por valores anotados en cuenta*²³, las exigencias de perfección y validez ante terceros, el conflicto de competencia de valores e intereses en dicha garantía y las exigencias para su realización.

Los asuntos relacionados con el conflicto entre legislaciones en el contexto de los valores anotados en cuenta han sido retomados posteriormente por "el Convenio de La Haya sobre la legislación aplicable a determinados derechos relacionados con valores depositados en un intermediario" recientemente adoptada.

Con arreglo al Convenio, la legislación aplicable a determinados derechos relacionados con valores depositados en un intermediario será la acordada por el titular de la cuenta y el intermediario pertinente, a condición de que la legislación de que se trate cumpla la denominada "prueba de realidad" destinada a garantizar que las actividades del intermediario en el ámbito de los valores tenga cierta conexión con esa jurisdicción, aunque no necesariamente en relación con la cuenta en cuestión.

La aplicación del Convenio de La Haya en la UE permitirá a los operadores determinar con anterioridad a cualquier acción, con certeza y con un esfuerzo razonable, qué legislación sustantiva nacional rige sus derechos a los valores depositados de forma indirecta. En el contexto de sus responsabilidades, la Comisión tomará las medidas necesarias para la firma y consiguiente adhesión al Convenio por parte de la Unión Europea y su ratificación por los Estados miembros. La Comisión también adoptará las medidas necesarias para aproximar la Directiva sobre firmeza de la liquidación y sobre la garantía financiera a las disposiciones sobre conflictos entre legislaciones del Convenio de La Haya.

A pesar de las mejoras que aportarán estas medidas a claridad jurídica y a la solidez y eficiencia globales de la compensación y liquidación transfronterizas en la UE, no se han tratado otros obstáculos jurídicos importantes.

El más importante es la ***ausencia de un marco a escala comunitaria para el tratamiento de los intereses de los valores depositados en un intermediario***. El Grupo Giovannini ha aludido a esta ausencia como la fuente más importante de riesgo jurídico para las operaciones transfronterizas.

Los valores se depositan y se transfieren cada vez más como anotaciones en cuenta. Por ejemplo, los valores desmaterializados se representan exclusivamente por una anotación en la cuenta de un intermediario. Cuando los valores figuran como apuntes contables en cuentas de intermediarios, en primer lugar resulta necesario tener clara la naturaleza jurídica de los derechos de los inversores con respecto a esas anotaciones en cuenta. De hecho, las interpretaciones legales de estos derechos varían considerablemente de un Estado miembro a otro.

²³ Garantía consistente en instrumentos financieros, cuya propiedad es respaldada por su inscripción en un registro o en una cuenta.

Resulta igualmente importante el marco jurídico de las transferencias de derechos de los valores depositados indirectamente. Aunque en la práctica las disposiciones de estos derechos se efectúan por simples anotaciones en cuenta, se considera que no todas las jurisdicciones nacionales han adaptado debidamente su ordenamiento jurídico a tales disposiciones. También es importante asegurar la claridad sobre la determinación del tiempo exacto en que los derechos se transfieren indirectamente.

Otros asuntos que deben abordarse son la determinación de las prioridades entre intereses que compiten entre sí según lo registrado en las cuentas pertinentes y cómo evitar que los acreedores concedan o reivindiquen el derecho de un inversor a un nivel en la cadena de depósito superior a aquel en el que el derecho está verdaderamente registrado o constituido ("fijación a un nivel superior"). Como los valores se reúnen generalmente en cuentas combinadas, una fijación a un nivel superior tendría el efecto de congelar todos los valores registrados en la cuenta donde se hace la fijación, no sólo los correspondientes al inversor del que se trate.

La ausencia de un enfoque coherente en toda la UE sobre estos asuntos afecta seriamente a la eficacia y seguridad de la compensación y la liquidación transfronterizas. La Comisión considera que este asunto debería abordarse de forma prioritaria, aunque pueda llevar algún tiempo la presentación de propuestas concretas.

Otro asunto que debe tratarse son las diferencias entre las disposiciones legales nacionales que afectan al *tratamiento de las operaciones de sociedades*, como las discrepancias en las legislaciones de los Estados miembros en lo relativo a la determinación del momento exacto en que se considera que un comprador es el propietario de un valor, por ejemplo para el pago de dividendos. Las legislaciones nacionales pueden disponer que ese momento es la fecha de negociación, la fecha prevista de liquidación o la fecha real de liquidación. Como se observó en los dos informes Giovannini, estas discrepancias pueden inhibir la centralización de la liquidación de los valores y, por esta razón, constituir un obstáculo para lograr una mayor integración. Por consiguiente, podría resultar necesario armonizar las normas pertinentes.

Por último, la Comisión desea examinar más detalladamente el asunto de la *localización de los valores*. Se ha sugerido que las restricciones relativas a la capacidad del emisor para elegir la localización de sus valores actúe como un obstáculo más para la consolidación de los Sistemas de liquidación de valores. La base para estas restricciones puede encontrarse, bien en la legislación nacional, que vincule la cotización en un mercado concreto con el uso del DCV local o en el Derecho de sociedades. La Comisión tiene intención de estudiar más profundamente este asunto, teniendo en cuenta las diferencias entre los diversos tipos de valores, así como las implicaciones relacionadas con el Derecho de sociedades de estos requisitos.

Teniendo en cuenta la importancia de estos asuntos, la Comisión, apoyada por la recomendación del grupo de expertos Giovannini, considera que debe ponerse en marcha un ejercicio específico para abordar estos asuntos. La Comisión propone la creación de un grupo, integrado por expertos de los medios académicos, de las autoridades públicas y de la profesión jurídica. Este grupo se encargaría de analizar más profundamente estos asuntos, proponer soluciones y, por último, ayudar a elaborar propuestas legislativas específicas. La composición del grupo deberá reflejar las tradiciones jurídicas de los actuales Estados miembros y de los futuros. No obstante, una Secretaría central dará el ímpetu necesario para

el proyecto. El grupo también estará en contacto con otros organismos, tales como UNIDROIT²⁴, que podría haber emprendido una labor similar a escala mundial.

Dada la complejidad del tema y su estrecha relación con el Derecho nacional sobre la propiedad y de sociedades, la Comisión espera que se trate de un proyecto a largo plazo. Su alcance exacto se definirá en el momento en que se cree el grupo; sin embargo, debería abordar cuestiones tales como:

- la naturaleza de los derechos del inversor en relación con los valores depositados en una cuenta con un intermediario;
- la transferencia de estos derechos;
- el carácter definitivo de las transferencias mediante anotaciones en cuenta;
- el tratamiento de la fijación a un nivel superior;
- la protección de los inversores contra la insolvencia del intermediario;
- la adquisición de estos derechos de buena fe por terceros;
- las diferencias en las normas relativas a las transferencias de la propiedad a efectos de las operaciones de sociedades, en la medida en que estas diferencias se reflejan en las legislaciones nacionales;
- la elección de la localización de los valores.

Para cada uno de estos asuntos deberían evaluarse las diferencias entre las legislaciones nacionales y, si fuera necesario, debería presentarse una propuesta para su armonización.

3.2 Cuestiones fiscales

Los Estados miembros firmaron acuerdos bilaterales en virtud de los cuales tanto el Estado de procedencia de la renta como aquél en el que el beneficiario tiene su residencia fiscal pueden gravar los ingresos generados por una inversión. Existen dos formas de evitar la doble imposición que puede resultar de ello: o bien uno de los Estados exime del impuesto pura y simplemente a la renta en cuestión (inusual y principalmente limitado a los denominados inversores directos, que son los que tienen una participación mínima en torno al 10 %), o bien el Estado de residencia da crédito para los impuestos retenidos en el Estado fuente. Estas dos soluciones se conocen generalmente con el nombre de "método de exención" y "método de crédito".

No obstante, el tipo de imposición normal del Estado fuente puede ser globalmente comparable al del Estado de residencia. La utilización del método de crédito tendría como consecuencia una gran limitación del impuesto pagado en el Estado de residencia, ya que el impuesto pagado en el Estado fuente cubriría la totalidad (o la casi totalidad) del impuesto exigible. Ahora bien, es en el Estado de residencia donde el propietario puede beneficiarse

²⁴ UNIDROIT (Instituto internacional para la unificación del Derecho privado) es una organización intergubernamental independiente cuya finalidad consiste en estudiar las vías y métodos para modernizar, armonizar y coordinar el Derecho privado, y en particular el Derecho mercantil, entre Estados y grupos de Estados.

más de los servicios pagados relacionados con el impuesto. Por eso, los acuerdos establecen generalmente una reducción del tipo normal de retención en el Estado fuente, con el fin de dejar un cierto importe del impuesto para su pago en el Estado de residencia.

Los informes Giovannini sacaron a la luz una serie de problemas prácticos vinculados a los procedimientos por los que sólo algunos intermediarios pueden practicar una reducción del tipo normal de retención fiscal, e invitaron a las autoridades públicas a afrontarlos. Algunos Estados miembros, en particular, limitan los procedimientos de retención fiscal a las entidades establecidas en su territorio. Otros Estados miembros permiten a los intermediarios extranjeros aplicar tipos reducidos de retenciones fiscales a condición de que designen a un representante fiscal local. Los mismos informes sugieren que esa situación impide de manera efectiva a un intermediario operar de forma transfronteriza o utilizar los servicios como intermediario de un Sistema de liquidación de valores, limitando de este modo en gran medida la competencia en la prestación de servicios de liquidación transfronteriza. Así pues, los operadores en el mercado no pueden elegir la forma más eficaz de operar de forma transfronteriza, lo que aumenta la ineficiencia de todo el proceso.

Además, existen diferencias en los procedimientos que utilizan los Estados miembros para recaudar el impuesto en la fuente o eximir del mismo. Incluso en caso de exención total o parcial, los inversores seleccionables pueden verse obligados a pagar el impuesto y pedir su devolución posteriormente. Los procedimientos aplicables a la devolución del impuesto retenido en la fuente pueden ser muy complejos y también pueden variar considerablemente de un Estado miembro al otro. Estas complejidades y diferencias aumentan sensiblemente el coste de la liquidación transfronteriza.

La importancia de estos obstáculos para la eficiencia de la liquidación transfronteriza también se debatió durante la consulta relacionada con la primera Comunicación de la Comisión sobre *la compensación y la liquidación*. Algunas respuestas a la misma consideraban que, aunque actualmente no es necesaria una armonización de importancia en el ámbito fiscal, es preciso avanzar en la armonización de los distintos procedimientos relativos al tratamiento del impuesto, garantizando al mismo tiempo la igualdad de trato de los inversores nacionales y extranjeros.

La Comisión destaca la creciente tendencia al abandono de las retenciones en la fuente en favor de un mayor intercambio de información. Éste permite a las autoridades fiscales disponer de la información necesaria para gravar como corresponda a cada persona. El intercambio de información sobre una base lo más amplia posible es el principio en que se basa la Directiva 2003/48/CE relativa a la fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses transfronterizos²⁵. Además, existe ahora una Directiva referente a la asistencia mutua en materia de cobro²⁶, en virtud de la cual las autoridades de un Estado miembro pueden ayudar a sus homólogos de otro Estado miembro a recaudar tanto los impuestos directos como indirectos debidos en el primer Estado mencionado por un contribuyente establecido en el segundo. Además, la Directiva original sobre asistencia

²⁵ Directiva 2003/48/CE del Consejo, de 3 de junio de 2003, en materia de fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses, DO L 157 de 26.6.2003, p. 38.

²⁶ Directiva 2001/44/CE del Consejo, de 15 de junio de 2001, por la que se modifica la Directiva 76/308/CEE, referente a la asistencia mutua en materia de cobro de los créditos resultantes de operaciones que formen parte del sistema de financiación del Fondo Europeo de Orientación y de Garantía Agrícola, así como de las exacciones reguladoras agrícolas y de los derechos de aduana, y en relación con el impuesto sobre el valor añadido y determinados impuestos especiales, DO L 175 de 28.6.2001, p. 17.

mutua²⁷ se está actualizando con el objetivo de mejorarla. Los Estados miembros dispondrán por lo tanto de más medios para controlar a sus contribuyentes instalados fuera del territorio nacional.

Habida cuenta de este nuevo contexto, es momento oportuno para examinar las posibilidades suplementarias que ahora se ofrecen para ver si sería posible modificar algunas de las normas existentes con el fin de simplificar estos asuntos a las empresas, preservando al mismo tiempo los derechos de los Estados miembros relacionados con el cobro de los impuestos.

Por otra parte, el Grupo Giovannini sugirió que la integración del sistema de cobro de impuestos sobre las operaciones en los actuales Sistemas de liquidación de valores en la Unión Europea constituía un obstáculo fiscal suplementario. En estas circunstancias, los informes observaban que la utilización de un Sistema de liquidación de valores diferente podía implicar el pago de unos impuestos más elevados sobre las operaciones. Si fuera efectivamente el caso, otros Sistemas de liquidación de valores podrían encontrarse *de facto* con la imposibilidad de ofrecer servicios como intermediarios para la liquidación transfronteriza, reduciendo con ello la eficiencia del sistema. El Grupo de expertos Giovannini invitó a las autoridades públicas a estudiar esta cuestión y proponer las soluciones oportunas.

La Comisión propone la creación de un grupo de expertos encargado de examinar con más detalle las cuestiones fiscales que el Grupo Giovannini y las respuestas a la primera Comunicación de la Comisión sobre la compensación y la liquidación consideran un obstáculo para una liquidación transfronteriza eficiente. Este grupo de expertos debería proseguir el análisis de estas cuestiones e informar sobre su relevancia, así como sobre la existencia de otros medios para garantizar a los Estados miembros los ingresos fiscales a los que tienen derecho, permitiendo al mismo tiempo a todas las entidades financieras de la Unión Europea competir en igualdad de condiciones.

El mandato del grupo de expertos también incluiría la realización de un estudio sobre los distintos procedimientos vigentes en los Estados miembros, con el fin de determinar la posibilidad de seguir aproximándolos y, de este modo, eliminar o reducir claramente la multiplicidad de normas que, entre otras cosas, aumenta el coste de la liquidación transfronteriza.

La Comisión examinará las conclusiones del grupo de expertos y las utilizará como base de debate con las autoridades fiscales de los Estados miembros de acuerdo con la práctica establecida de consulta previa sobre fiscalidad. En caso de que se considerara oportuno emprender una acción a escala comunitaria, la Comisión presentaría las propuestas oportunas.

4. Política de competencia

Una aplicación coherente de la política de competencia forma parte del enfoque global de la Comisión sobre *compensación y liquidación*. Las medidas destinadas a promover la liberalización y la integración de los sistemas existentes y la política de competencia son complementarias para lograr Sistemas eficientes de compensación y liquidación en la UE.

²⁷ Directiva 77/799/CEE del Consejo, de 19 de diciembre de 1977, relativa a la asistencia mutua entre las autoridades competentes de los Estados Miembros en el ámbito de los impuestos directos, DO L 336 de 27.12.1977, p. 15.

El sector financiero, incluidas todas las actividades post-negociación, está sometido a las mismas normas de competencia comunitarias que los otros sectores de actividad. La Comisión trabaja en estrecha colaboración con las autoridades de competencia nacionales en los casos en que deben evaluarse tanto los aspectos nacionales como los transfronterizos, por ejemplo cuando hay presunción de acceso discriminatorio entre operadores nacionales y extranjeros. Asimismo, la entrada en vigor, en mayo de 2004, del Reglamento (CE) n° 1/2003 del Consejo²⁸ reforzará esta cooperación por lo que se refiere a la aplicación de las normas de competencia. Esto aumentará la aplicación efectiva y coherente de los artículos 81 y 82 del Tratado CE y contribuirá a estimular la competencia en el sector financiero.

En paralelo a la ampliación del ámbito de sus actividades, se han producido recientemente algunas reagrupaciones transfronterizas de los Sistemas de compensación y liquidación, cuya integración, tradicionalmente, se efectuaba dentro de las fronteras nacionales. Así, se han fusionado infraestructuras nacionales (como Depositarios de valores centrales) con sociedades que tenían verdaderamente vocación transfronteriza (como los Depositarios de valores centrales internacionales).

Si la Comisión no se pronuncia sobre la cuestión de la integración vertical u horizontal ni sobre la unicidad o multiplicidad de infraestructuras y perfiles del accionariado, como en cualquier sector industrial, cuando la integración produzca una posible creación o refuerzo de una posición dominante en el mercado, será motivo de preocupación. Hasta ahora, la mayoría de las fusiones que se han producido en este sector no han alcanzado los límites máximos establecidos en el Reglamento (CEE) n° 4064/89 del Consejo²⁹, el denominado "Reglamento sobre concentraciones", por lo que no se han notificado a las autoridades de competencia de la UE.

La Comisión seguirá supervisando atentamente las fusiones y adquisiciones realizadas en este sector. Asimismo, tanto las entidades existentes como las resultantes deberán respetar las responsabilidades específicas que les impone el artículo 82 del Tratado si ocupan una posición dominante. Por otra parte, los acuerdos firmados entre los prestadores de servicios de compensación y liquidación también serán supervisados a la luz del artículo 81 del Tratado.

A medida que se acelera la integración de estos sistemas, aumentan también los derechos y responsabilidades de los compradores y prestadores de servicios en este sector. Pueden mencionarse algunas cuestiones específicas, sin que se trate de una lista exhaustiva de los problemas que pueden plantearse desde el punto de vista de la competencia, ni una forma de anticipación de las situaciones que pudieran producirse en el futuro.

Prestación de servicios y acceso no discriminatorio: En el contexto actual del sector, se presta una atención especial al respeto de las normas de competencia cuando los acuerdos o prácticas concertadas entre sociedades, o el ejercicio por una empresa de su posición dominante tienen como efecto limitar la competencia en un mercado determinado. En su evaluación, la Comisión tendrá en cuenta el contexto económico y el efecto que estas prácticas pueden tener, tanto en sentido positivo como negativo, sobre la eficiencia y la competencia en el mercado interior.

Tarificación: No es competencia de la Comisión regular los precios. Éstos son fijados por el mercado, pero dentro de ciertos límites. En particular, una empresa en posición dominante, de

²⁸ Reglamento (CE) n° 1/2003 del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, DO L 1 de 4.1.2003, p. 1.

²⁹ Reglamento (CEE) n° 4064/89 del Consejo, de 21 de diciembre de 1989, DO L 395 de 30.12.1989, p. 1.

conformidad con lo dispuesto en el artículo 82 del Tratado CE, tiene la obligación de evitar "*imponer directa o indirectamente precios de compra, de venta u otras condiciones de transacción no equitativas*"³⁰ y evitar también "*aplicar a terceros contratantes condiciones desiguales para prestaciones equivalentes, que ocasionen a éstos una desventaja competitiva*"³¹.

Acuerdos exclusivos: El término "acuerdos exclusivos" abarca toda una serie de situaciones jurídicas diferentes. Puede interpretarse que engloban los actos y la autorreglamentación, así como acuerdos sectoriales. Los acuerdos exclusivos como tales no están prohibidos por las normas de competencia. Sin embargo, pueden estar sometidos a la aplicación de los artículos 81, 82 y 86 del Tratado CE, en particular en el contexto del desarrollo de los servicios transfronterizos. En el ámbito de la compensación y la liquidación de valores, estos acuerdos pueden limitar estas operaciones a una infraestructura específica, prever la utilización exclusiva de una Contraparte central vinculada, etc. Por el contrario, los acuerdos no exclusivos referentes a la utilización de una infraestructura precisa reflejan simplemente el derecho de un mercado a elegir los servicios de una Contraparte central o de un Sistema de liquidación de valores, y no plantean ningún problema particular. Cuando sociedades que puedan ocupar una posición dominante, bien a causa de medidas adoptadas por el Estado o por consolidación, se benefician de estos acuerdos, es importante prestar una atención especial al cumplimiento del artículo 82 del Tratado.

La Comisión sigue de cerca la evolución del mercado en el ámbito de la compensación y la liquidación. A este respecto, se aconseja a los prestadores de servicios que adopten, en el desarrollo de su sociedad, una actitud proactiva con respecto a la competencia y busquen formas de solucionar en una fase precoz los problemas que pudieran surgir.

CONCLUSIONES

La presente Comunicación expone los principales objetivos que han guiado a la Comisión en sus propuestas de acción futura a escala europea. Incluye un plan de acción que describe las distintas iniciativas que deben adoptarse para lograr un entorno integrado, seguro y eficiente para la compensación y la liquidación en la UE.

Se invita al Parlamento Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo, al Comité de las Regiones, a las autoridades nacionales normativas y supervisoras, a las otras organizaciones y federaciones nacionales y de la UE, a los operadores del mercado, a los inversores institucionales, a los proveedores de infraestructura y a todas las partes interesadas, a transmitir sus observaciones sobre todos los aspectos de las Comunicaciones hasta el 30 de julio de 2004. Estas observaciones deben ser enviadas a la DG MARKT G1, Comisión Europea, B-1049 Bruselas (dirección electrónica: <Markt-Clearing-Settlement@cec.eu.int>).

La Comisión invita también al Parlamento Europeo y al Consejo a aprobar el enfoque descrito en la presente Comunicación.

³⁰ Letra a) del artículo 82.

³¹ Letra c) del artículo 82.

Anexo 1

Obstáculos Giovannini
Diversidad de las plataformas/interfaces informáticas
Restricciones sobre la localización de la compensación o la liquidación
Diferencias nacionales en las normas que regulan las operaciones de sociedades
Divergencias en la disponibilidad/horarios de la liquidación intradía
Obstáculos al acceso a distancia
Diferencias nacionales en los periodos de liquidación
Diferencias nacionales en las horas de funcionamiento/plazos de liquidación
Diferencias nacionales en las prácticas de emisión de valores
Restricciones sobre la localización de los valores
Restricciones sobre la actividad de los intermediarios primarios y los creadores de mercado
Procedimientos de retención fiscal que perjudican a los intermediarios extranjeros
Recaudación fiscal integrada como función en el sistema de liquidación
Diferencias nacionales en el tratamiento legal de los valores mobiliarios
Diferencias nacionales en el tratamiento legal de la compensación bilateral
Aplicación desigual de las normas relativas a los conflictos entre legislaciones

Anexo 2: GLOSARIO

Calidad de intermediario: prestación de un acceso directo o indirecto a un Sistema de liquidación de valores-Emisor o a una Contraparte central con la cual un mercado haya celebrado acuerdos de compensación oportunos.

Contraparte central: entidad que ejerce la función de compensación.

Coste de reposición: riesgo de pérdidas en que se incurriría en caso de incumplimiento de una contraparte en una operación.

Custodio: intermediario en la prestación de servicios de *liquidación*.

Función de compensación: conjunto de actividades cuyo efecto es la garantía de las contrapartidas contra el riesgo del coste de reposición.

Mercados: los mercados regulados y los Sistemas de negociación multilateral, tal y como se definen en la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los mercados de instrumentos financieros.

Miembro compensador: intermediario en la prestación de servicios de *compensación*.

Prestadores de servicios de compensación y liquidación: los Sistemas de liquidación de valores, las Contrapartes centrales, los Custodios y los Miembros compensadores.

Sistema de compensación y liquidación: conjunto de mecanismos institucionales necesarios para la completa realización de una operación con valores mobiliarios.

Sistema de liquidación de valores: todas las entidades, en especial los Depositarios centrales de valores, que ejerzan funciones de liquidación previa, liquidación y custodia, a excepción de los Custodios.

Sistema de liquidación de valores-Emisor: Sistema de liquidación de valores en el que se inmovilizan o desmaterializan los valores mobiliarios.

Sistema de liquidación de valores-Inversor: Sistema de liquidación de valores que actúa en calidad de intermediario.

TARGET: *Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System* (Sistema electrónico transeuropeo exprés de liquidación bruta en tiempo real); agrupa a los sistemas de liquidación bruta en tiempo real de los Estados miembros que han adoptado el euro, más el mecanismo de pago del BCE.