

# El depositario central de valores

POR FRANCISCO NAVARRO GANCEDO-RODRÍGUEZ

Este estudio pretende clarificar la perspectiva de Iberclear, sociedad compensadora y liquidadora de las transacciones sobre anotaciones contables en España, acerca de las nuevas orientaciones europeas sobre transparencia informativa al mercado.

Los Depositarios Centrales de Valores (DCV) desempeñan una crucial función informativa pública y de seguridad jurídica en los mercados de valores, en cuanto que, de una parte, permiten la transmisión de las acciones cotizadas con rapidez y seguridad, y de otra parte, son los canales para el ejercicio de múltiples derechos de los inversores. Por ello se ha planteado, dentro y fuera de estas instituciones, en aras de un mejor servicio a la sociedad, la conveniencia de aplicar criterios de gobierno corporativo que hagan que estas instituciones sean más transparentes, es decir, que informen a los mercados de modo más exacto y exhaustivo.

Por DCV se entiende «un servicio (o institución) que mantiene los valores y que permite que las operaciones con los mismos sean procesadas mediante anotaciones en cuenta. Además de la función de salvaguarda, un Depositario Central de Valores puede realizar funciones de comparación o conciliación, compensación y liquidación» (*Glosario de Términos Utilizados en los Sistemas de Pago y Liquidaciones*, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos del Banco Mundial, junio 2002).

En España la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (Iberclear) es el DCV de los valores cotizados en Bolsa ya que, según el artículo 44 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, es, entre otras funciones, la entidad encargada de la llevanza del registro contable de los valores admitidos a negociación en Bolsa de Valores, además de gestionar la liquidación y compensación de valores y efectivo derivada de las operaciones realizadas en el mercado bursátil.

Siendo Internet el medio por excelencia para la comunicación en las actualmente denominadas «Sociedades de la Información», y habiendo designado las reformas españolas en materia de transparencia a Internet como mecanismo idóneo de comunicación de datos por parte de las empresas al mercado financiero, nos centraremos en el contenido de la página web del DCV como vehículo por antonomasia de transparencia informativa.

En España, la página web de un DCV, aparte de la información que debe contener, según la Ley 34/2002, de 11 de julio, de servicios de la Sociedad de la Información ( 1), debe recoger los contenidos que se mencionan en los estándares para sistemas de compensación y liquidación en la Unión Europea, establecidos por el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) y el Banco Central Europeo (BCE) en julio de 2003 ( 2) (en adelante, los estándares). Dado que los DCV no suelen tener las acciones representativas de su capital social admitidas a negociación ( 3), no les son de aplicación las obligaciones de gobierno corporativo (entre las que figura la obligación de tener disponible una página web con cierto contenido ( 4)) de sociedades cotizadas en Bolsa. Debe tenerse presente que las páginas web de los DCV vienen a cumplir funciones estrictamente informativas, y que sus usuarios no son personas físicas sino instituciones financieras (bancos, cajas de ahorros, y sociedades y agencias de valores) que, por ser participantes en los mercados de capitales, están conectados con el DCV a través de complejos y avanzados sistemas de conexiones informáticas.

### ***Alcance de los estándares europeos sobre transparencia de las entidades depositarias centrales de valores negociables***

Los denominados *estándares del CESR* □ *BCE (Comité Europeo de Reguladores de Valores* □ *Banco Central Europeo)* para la actuación informativa y registral de las entidades centrales depositarias o receptionistas de los valores negociables en las bolsas y demás mercados secundarios oficiales, no son simples recomendaciones. Sin llegar a ser normas de derecho comunitario (v. p. 4 de los estándares), tienen la condición de □herramientas□ que los supervisores nacionales de los mercados de valores (en España, CNMV) utilizarán necesariamente en su labor supervisora para su estudio al menos. Así es por voluntad del supervisor de supervisores (CESR), debiendo valorar cada supervisor nacional en cada caso la adopción efectiva o grado de implantación nacional de las medidas propuestas para todos o estándares europeos. La implantación tendrá lugar en las entidades supervisadas, esto es, en este caso, en los entes compensadores y liquidadores de valores nacionales. Los estándares sirven además de banco de pruebas o nivel comparativo homogéneo y objetivo para establecer la calidad internacional de los mercados financieros y la fiabilidad de su funcionamiento operativo.

El estándar CESR-BCE número 17 trata de servir un criterio homogéneo útil para la acción de las DCV europeas en materia de información pública. Establece, por consiguiente, un nivel mínimo exigible sobre transparencia, pero, además, no sólo afecta a las propias depositarias centrales, sino que, además de los DCV, sus destinatarios son las Cámaras de Contrapartida Central y los Bancos custodios que posean una posición dominante en un mercado europeo determinado.

El nivel de transparencia para los DCV establecido en los estándares europeos se construye sobre dos escalones complementarios: en primer lugar se determina el mínimo de información que deberá estar disponible para el público; y en segundo lugar, aquella otra información que deberá ser servida a sus entidades participantes ( 5).

A continuación se describe cada escalón:

#### a) Información para el público

Del estándar 17 mismo se sigue el principio de suficiencia informativa de las depositarias dominantes en el mercado (lo son en la práctica casi todas). Los DCV con posición dominante en un mercado deben suministrar a sus participantes información suficiente para que éstos puedan identificar y evaluar adecuadamente los riesgos y costes asociados con las actividades de compensación y liquidación que realizan a través del DCV.

De otra parte, los participantes deberán contar con la información necesaria para poder evaluar los riesgos y costes (tarifas que les son aplicables) en relación con las actividades de compensación y liquidación, así como con información relativa a la estadística principal, balance y servicios ofrecidos por el DCV.

En particular las entidades participantes, y el público en general, deberán poder tener una completa y clara comprensión de:

- (i) Sus derechos y obligaciones.
- (ii) Las reglas y leyes que rigen el sistema de compensación y liquidación.
- (iii) Los procedimientos de gobierno del sistema.
- (iv) Los riesgos que pudieran surgir para el participante o para el DCV.
- (v) Las medidas adoptadas para mitigar los riesgos.

Para que la anterior información pueda estar disponible en tiempo real, nada mejor que mostrarla públicamente, en todo momento, y con actualización continua, a través de Internet. Se trata, en esta ocasión, recordemos, de información para el público en general, y no sólo para los participantes, razón por la que los datos deben servirse en un lenguaje que satisfaga las necesidades de los usuarios y que, a la vez, sea el comúnmente empleado en los mercados internacionales de capitales. Es singularmente importante para la transparencia, desde nuestro punto de vista, que los DCV con posición dominante en su mercado hagan pública, en particular y con todo detalle, su política de gestión de riesgos. Como es natural, también la información sobre riesgos de mercado, precio y otros no sistémicos, se actualizará regularmente y al menos con frecuencia anual.

#### b) Información para los participantes

En general, y según el estándar número 1 («Marco legal»), los derechos, obligaciones y responsabilidades emanados de las leyes, procedimientos y contratos que rijan el funcionamiento de un sistema de compensación y liquidación de valores deberán ser claros e inteligibles, siendo además accesibles y públicos (p. 15 de los estándares).

Para ello el DCV deberá, como mínimo, tener a disposición de sus entidades participantes ( 6) la siguiente información:

- 1) Estatuto legal del gestor del sistema de compensación y liquidación.
- 2) Régimen jurídico del sistema de compensación y liquidación.
- 3) Reglas de acceso al sistema.
- 4) Naturaleza jurídica de los valores mantenidos a través del sistema de compensación y liquidación (por ejemplo, portador, anotaciones en cuenta[]).
- 5) Ley que rige la relación contractual entre el operador del sistema y sus participantes.
- 6) Dependencia/s donde se mantienen las cuentas de valores.
- 7) Ley aplicable a aspectos dominicales sobre valores anotados en el sistema.
- 8) Naturaleza de los derechos de propiedad con relación a valores anotados en el sistema.
- 9) Reglas de transmisión de valores, especialmente las reglas de irrevocabilidad y firmeza.
- 10) Consecución del principio de entrega de valores contra pago.
- 11) Reglas del préstamo de valores y de garantías.
- 12) Reglas de aseguramiento de entrega, incluyendo normas para deshacer operaciones.
- 13) Garantías financieras que protejan a los inversores en caso de concurso de una entidad participante.
- 14) Reglas de la liquidación de posiciones, incluyendo ejecución de las garantías constituidas en garantía de la liquidación.
- 15) Régimen legal y naturaleza de gestión de los riesgos de la Cámara de Contrapartida Central (CCC), incluyendo la novación por la CCC.

Merece un comentario singular la circunstancia de que, en las respuestas a los estándares

recibidas por CESR y ECB en relación con la transparencia, los Bancos (por ejemplo BNP Paribas, S.A., y Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.) consideran, en general, que no les debe ser de aplicación el estándar 17, ya que no pueden desvelar sus posiciones comerciales a sus competidores.

Se alega, así, el interés de la industria bancaria para mermar la eficacia de la obligación de revelar, esto es, en detrimento de la transparencia. En 2004 ya estaban estas entidades, de hecho, suministrando tal información a sus organismos supervisores, y no al mercado, con clara vulneración del estándar 17, pero con amparo en el deber de secreto en interés de las corporaciones financieras y su competitividad. Los bancos proponen, sin embargo, que el estándar de transparencia sí sea aplicable a los DCV, aspecto que algún DCV internacional como Euroclear apoya en sus comentarios a los estándares. De donde se sigue una asimetría informativa según el carácter semipúblico (DCV) o privado (bancos) de los suministradores de información.

## Conclusiones

Primera. Un DCV debe incluir en su página web toda o parte de la información mencionada tanto en el estándar 1 [puntos i) y v)] como en el estándar 17 [puntos 1) y 15)], y permitir el acceso a la misma al público en general.

Segunda. Si un DCV opta por el máximo grado de transparencia (suministrar al público en general toda la anterior información) cumplirá con los estándares europeos en virtud de los cuales la CNMV deberá supervisar al DCV, aunque puede, como han señalado los Bancos en sus respuestas a los estándares, que se desvele información comercial muy valiosa.

Tercera. Los DCV, en cuanto instituciones que forman el núcleo esencial de un sistema registral centralizado de acciones electrónicas, esto es, de anotaciones contables, regulado siempre en interés del mercado y sus inversores, no tienen contacto directo con los inversores. Sólo lo tienen las entidades adheridas al sistema de compensación, del que forman un segundo escalón (empresas de inversión y banca). Parece racional que el estándar informativo de una entidad desligada del público sea exigente.

Cuarta. En muchos casos los accionistas de tales sistemas son sus propias entidades participantes (bien directamente o indirectamente a través de una sociedad *holding*), y son, en consecuencia, también ellos quienes acaban por perfilar los niveles de transparencia que se sirven a través del contenido de la página web del DCV.