

INTRODUCCION

Raimundo ORTEGA

UN ASPECTO DESCONOCIDO

Que la compensación y la liquidación hayan sido, tradicionalmente, las fases menos conocidas y estudiadas de la negociación bursátil no es fácil de explicar. Ciertamente que llevan aneja siempre una complejidad técnica que les priva de atractivo, y es indudable, además, que el proceso de formación de precios ha tenido siempre mayor relevancia teórica y financiera.

Pero ese olvido no dejaría de resultar extraño salvo que, torcidamente, se admitiera que el silencio se explica, sobre todo, por el convencimiento de que la discreción es el mejor sistema de mantener en la trastienda los beneficios que a algunos agentes de los mercados financieros y bursátiles les ha supuesto el deficiente funcionamiento de los intrínsecamente complejos mecanismos de compensación y liquidación.

En todo caso, durante la década de los años sesenta y primeros de los setenta, las deficiencias técnicas del mercado bursátil español culminaron en el auténtico colapso experimentado por los sistemas de compensación y liquidación existentes, hasta el punto de que la recién creada Dirección General de Política Financiera invitó, en 1972, a un grupo de expertos de la Securities and Exchange Commission (SEC) y de la Bolsa de Nueva York a visitar España y elaborar un informe sobre la situación de nuestro mercado bursátil. Dicho informe resaltó la imposibilidad de continuar con los sistemas de compensación y liquidación entonces al uso y recomendó su sustitución inmediata. La consecuencia fue la implantación, en 1974, del llamado «nuevo sistema de liquidación». Ese sistema reposaba en la fungibilidad de los títulos-valores, el intento de conseguir la máxima inmovilización de aquéllos en las entidades depositarias, la compensación periódica y multilateral de los movimientos

de títulos debidos a la contratación bursátil y la creación de un organismo técnico —el Servicio de Coordinación de las Bolsas— encargado del control informático de los depósitos y de las numeraciones de los títulos valores.

El «nuevo sistema de liquidación» resultó un éxito, pero contenía en sí mismo los gérmenes de su propia incapacidad: exclusión de los títulos nominativos —fundamentalmente los bancarios— del sistema, inmovilización incompleta y adjudicación exclusiva de su gestión a una sola de las partes interesadas —las Bolsas de Comercio—, lo cual creó una cierta sensación de malestar tanto entre las entidades depositarias —Bancos y Cajas— como entre los emisores de los títulos valores.

Pero, en todo caso, las reformas y mejoras en los procesos de compensación y liquidación han estado siempre ligadas a la imposibilidad de mantener una situación que amenazaba con colapsar el mercado en cuestión o, lo cual es más inquietante en los tiempos actuales, con desviar no ya esas fases concretas, sino la propia contratación a mercados que hubieran sabido resolver con mayor eficacia la entrega de los títulos a cambio de la recepción de su precio en dinero. Nuestro país es un buen ejemplo de ese tipo de reforma, debida a la presión de los acontecimientos.

Fue la creciente importancia de la inversión extranjera en España la que puso de relieve, a mediados de los años ochenta, el papel clave que para esos inversores desempeñaba una liquidación rápida y sin riesgos de las operaciones contratadas. Así pareció comprenderlo el Ministerio de Economía y Hacienda que, mediante una Orden de fecha 19 de noviembre de 1985, encomendó a una Comisión Mixta la elaboración de un informe sobre la situación del Sistema de Liquidación y del Depósito de Valores Mobiliarios.

Las conclusiones y recomendaciones de la Comisión —comentadas por Fernando Ramírez en su

colaboración a este número de *Suplementos*— no fueron, desgraciadamente, llevadas a la práctica. Pero en todo caso han constituido un valioso antecedente para la gran reforma establecida por la Ley del Mercado de Valores (LMV).

COMPLEJIDAD Y RIESGOS DEL PROCESO

Como es bien sabido, la compensación y la liquidación constituyen las piezas finales del proceso de compra-venta característico de todo mercado bursátil y, por ende, de todo mercado financiero. Se inicia, por así decirlo, cuando se ha completado en firme la contratación del activo financiero en cuestión, y concluye cuando el vendedor del mismo ha recibido el efectivo y el comprador tiene en su poder el activo en cuestión.

Técnicamente, la primera fase de la compensación y liquidación consiste en la *comprobación*, generalmente por parte de los agentes especializados miembros del mercado en el cual se intercambió el activo, de todos los detalles identificativos del activo vendido por el uno y comprado por el otro, al objeto de detectar y corregir posibles errores. Es importante que esa *comprobación* sea llevada a cabo cuanto antes de fin de permitir que las dos fases siguientes —la *compensación* de los distintos saldos contratados y su *liquidación* final mediante el intercambio de los activos por efectivo— se efectúen en el plazo más breve posible, minimizando de esta forma los riesgos implícitos en ese proceso.

Realizada la comprobación, se procede por los miembros del mercado en cuestión —en nuestro caso el bursátil— a la *compensación*; es decir, a la reducción a saldos netos de los saldos o posiciones brutas de los activos que habrán de liquidarse. En un principio, cada miembro del mercado compensaba —o «neteaba», por utilizar el término técnico— los saldos brutos correspondientes a las operaciones contratadas con cada uno de los restantes miembros del mercado, permitiendo así llegar a los saldos netos a liquidar con cada uno de ellos. El procedimiento fue sustituido por procedimientos que transforman los saldos brutos de la contratación de cada miembro del mercado con los restantes en conjunto en un saldo neto y les permite efectuar una sola liquidación con el resto del mercado. Bien es cierto que ello sólo resulta posible por la existencia de una cámara de compensación que toma a su cargo la transformación en netos de los saldos brutos. Es evidente que la existencia de esa cámara reporta sustanciales ventajas a todo el proceso de liquidación, al reducir

los riesgos adoptados por sus miembros hasta el punto que, combinada con las oportunas garantías, asegura a las partes la perfecta liquidación de la operación contratada.

La *liquidación* constituye el último paso en el proceso de compensación y liquidación. Establecidos en la compensación los saldos netos de cada miembro del mercado, se ha de pasar a su liquidación mediante las correspondientes entregas de efectivo y de valores. Son fundamentales las notas de simultaneidad y vinculación con objeto de reducir los riesgos de que una de las partes incumpla su obligación —entregar el efectivo o los valores—. Fácilmente se comprenderá que, en mercados con volúmenes elevados de contratación, el riesgo de liquidación será tanto menor cuanto más frecuente sea el plazo en el cual aquélla se lleva a cabo. Esta razón ha aconsejado abandonar el sistema llamado de liquidación periódica —por el cual las operaciones contratadas a lo largo de varias sesiones se liquidan conjuntamente en una fecha posterior determinada— a favor de la liquidación diaria, que concentra todas las operaciones contratadas en una sesión para su liquidación en una fecha fija posterior a aquélla.

Es evidente que la compensación y liquidación de valores, como la de cualquier activo financiero, comporta unos *riesgos* específicos. Dos son los riesgos inherentes a estas dos fases: el *riesgo de liquidación* y el *riesgo de sistema*.

El primero se caracteriza por las posibles pérdidas ocasionadas por el incumplimiento del compromiso aceptado por una de las partes de la transacción, ya sea aquél la entrega del efectivo o la del activo. El incumplimiento de una de las obligaciones inherentes a la liquidación puede originar, a su vez, el incumplimiento por un tercero, transmitiendo así el riesgo inicial de liquidación a otros agentes del mismo mercado o incluso a otros mercados.

Estamos, de esta forma, ante el *riesgo de sistema*, producido cuando, ante el fallo de una liquidación, se encadenan sucesivos incumplimientos que pueden poner en peligro el mercado en cuestión o los mercados con él relacionados. No se va a discutir, en esta breve introducción, el problema de la posibilidad de evitar completamente el riesgo de liquidación o de reducirlo a niveles admisibles —la colaboración de Miguel Pellicer lo trata con la necesaria amplitud—, baste decir que, normalmente, el mayor peligro radica en el incumplimiento del compromiso de entrega de efectivo, pues, dada la conexión de los sistemas financieros de pago de dinero con una gran variedad de mercados finan-

cieros, la falta de liquidación en uno de ellos puede propagarse en otros, originando los descubiertos en cadena característicos del riesgo de sistema.

Cobra de esta forma cabal importancia tanto el principio según el cual se pretende lograr que la liquidación sea simultánea y que la entrega del activo quede condicionada a la recepción del efectivo —la llamada «entrega contra pago»—, como la agilización y el acortamiento de los plazos de entrega, que supone la desmaterialización de los activos negociados y su gestión por un órgano central a quien se haya encomendado funciones registradoras. Este organismo, al cual me referiré más detalladamente en seguida, se interpone entre las partes originarias en el proceso de liquidación y asume sus correspondientes compromisos, de forma tal que al comprador le asegura que entrará en posesión de los activos adquiridos —ya sea tomándolos a préstamo, ya comprándolos— y al vendedor le garantiza el cobro en efectivo —para lo cual ha establecido un sistema de fianza colectiva.

PRINCIPIOS DE LA REFORMA

Estamos así ante el Servicio de Compensación y Liquidación (SCL en adelante), instaurado entre nosotros por el artículo 54 de la reciente Ley del Mercado de Valores. Asigna ésta al SCL una doble misión: llevar el registro contable de los valores representados mediante anotaciones en cuenta y admitidos a negociación en las Bolsas de Valores, al tiempo que gestionar la compensación de valores y efectivo derivada de la negociación en esos mercados oficiales. Como podrá comprobar el lector interesado, mediante la lectura de los correspondientes artículos de la propuesta de Real Decreto sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles —incluida entre los *Documentos* que figuran en este número de *Suplementos*—, al SCL se le encomiendan también otras funciones, tales como las de supervisión de las entidades adheridas al mismo o las de asesoramiento a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y a las comunidades autónomas.

Nuestro SCL ha adoptado la forma de sociedad anónima, cuyo capital estará suscrito tanto por las rectoras de las bolsas de valores como por los miembros de esos mercados, a los que se unirán las entidades adheridas, en sentido amplio, que ostenten la condición de entidades de depósito, las sociedades y agencias que no sean miembros de las bolsas, el Banco de España, la Caja General

de Depósitos y las entidades extranjeras que desarrollen actividades análogas a las del SCL. El legislador ha optado, en nuestro caso, por la fórmula de la sociedad privada, en cuyo capital participan los diferentes protagonistas del mercado bursátil, frente al modelo, ya experimentado en España en el pasado, de propiedad y gestión encomendadas exclusivamente a los órganos rectores de los mercados.

Una sociedad a la cual se encomiendan tan delicadas tareas precisa, de entrada, realizar cuantiosas inversiones tecnológicas a las cuales se una inmediatamente la necesidad de contar con los recursos necesarios para llevar a cabo su actuación como garante de la ordenada liquidación de las operaciones efectuadas en los mercados bursátiles. Ello supone tanto el aseguramiento de la entrega de los valores —gracias al préstamo de los mismos o su recompra en el mercado— como la entrega del efectivo necesario para realizar los pagos acordados. Ambos compromisos recogidos en los capítulos II, III y IV del título II de la propuesta de Real Decreto, a la que antes se hizo mención, justifican la dotación al SCL de unos recursos propios elevados.

La necesidad de contar con sistemas eficaces que faciliten la compensación y liquidación de valores, reduciendo los riesgos inherentes a esas funciones de los mercados bursátiles, al tiempo que refuercen su seguridad, rapidez y credibilidad frente a los inversores, ha sido aceptada por las autoridades y los agentes financieros privados en la mayoría de los países occidentales dotados de mercados de una cierta entidad. Se explica así el profundo impacto que ha tenido el llamado «Informe de los Treinta» sobre los sistemas de compensación y liquidación en los mercados bursátiles mundiales. El *Grupo de los Treinta* es un grupo privado interesado en el funcionamiento del sistema financiero internacional y compuesto por destacadas personalidades de diversos sectores, especialmente del bancario. El Grupo convocó en Londres un simposio dedicado a estudiar la situación de los sistemas de compensación y liquidación de los principales mercados mundiales, así como los planes existentes en diversos países para coordinar mejor las prácticas operativas en funcionamiento. Las ponencias presentadas y el examen de la situación existente hicieron variar el objetivo inicial del simposio —desarrollar un sistema global de compensación y liquidación— transformándolo en otro, aparentemente más modesto, pero que está teniendo unos efectos prácticos de gran calado: a saber, el establecimiento de un código de principios y reglas de actuación aceptables para

la mayoría de los mercados bursátiles. Ese código se resumió en nueve recomendaciones, pautadas en un calendario, publicadas en el primer Informe del Grupo, que vio la luz en la primavera de 1989, y que a continuación se recogen, aun cuando en su versión castellana está incluida en la sección de *Documentos* del presente número. Dichas recomendaciones son las siguientes:

1.^a En 1990 todas las comprobaciones de las operaciones contratadas entre los participantes directos en el mercado (agencias y sociedades de valores y otros miembros del mercado) deberán efectuarse el día T+1.

2.^a En 1992 los participantes indirectos en el mercado (tales como los inversores institucionales o cualquier otra parte que no sea agencia o sociedad de valores y bolsa) deberían participar como miembros en el sistema de comprobación de operaciones que asegure la corroboración de los detalles de la contratación.

3.^a Cada país debería contar con un depositario central de valores, efectivo y plenamente desarrollado, que estuviese organizado y dirigido de forma tal que potenciase, directa e indirectamente, para 1992, la participación más amplia posible de las entidades del sector.

4.^a Cada país debería estudiar sus soluciones y el número de agentes participantes, con el fin de decidir si, en términos de reducción de riesgo y potenciación de la eficiencia, resultaría beneficioso implantar un sistema de neteo de las operaciones. Si así se decidiese dicho sistema debería estar implantado en 1992.

5.^a La entrega contra pago (ECP) debería utilizarse como método para liquidar todas las operaciones con valores y estar en vigor en 1992.

6.^a Debería establecerse la compatibilidad en todos los mercados e instrumentos de los pagos relativos a la liquidación y administración de valores, adoptándose el acuerdo de pago con fondos valor mismo día.

7.^a Todos los mercados deberían adoptar un «sistema diario», con la liquidación realizándose el día T + 3 en 1992. Provisionalmente, y para 1990, como muy tarde, la liquidación final debería tener lugar el día T + 5, salvo que obstaculice la consecución de T + 3 en 1992.

8.^a Como procedimiento para acelerar la liquidación de las operaciones con valores debería promoverse el préstamo de valores. Las barreras de orden legal y fiscal que dificultan la práctica del préstamo de valores deberían allanarse en 1990.

9.^a Cada país debería adoptar los criterios establecidos por la Organización Internacional de Armonización (Regla 7775 de la ISO). En concreto,

los países deberían establecer el sistema de numeración de emisiones ISIN tal y como lo define la Regla 6166 de la ISO, al menos para operaciones que traspasen sus propias fronteras, debiendo aplicarse con carácter universal en 1992.

Este primer Informe de los Treinta concluía con tres afirmaciones que vale la pena recordar:

a) Que su puesta en práctica para las fechas señaladas haría más eficientes y menos arriesgados a los mercados bursátiles mundiales.

b) Que la compensación en los mercados de productos derivados debería coordinarse con la de los activos subyacentes, estableciéndose programas de información compartida y sistemas de seguimiento de los participantes en varios mercados.

c) Que tanto los miembros y agentes de los mercados como las autoridades reguladoras harían bien en aceptar esas recomendaciones e incorporarlas como clave de bóveda en los planes de cambio y modernización existentes en la inmensa mayoría de los mercados bursátiles del mundo.

De hecho, así ha sucedido, y prueba de ello es que el propio Grupo de los Treinta ha publicado en dos ocasiones —primavera y final del año 1990— los *Status Report*, resumiendo los progresos realizados en los distintos países que han seguido las recomendaciones del Informe inicial. El primero de dichos *Status Report* comenzaba manifestando la satisfacción del Grupo por el grado de aceptación de las recomendaciones, al tiempo que subrayaba las dificultades encontradas por numerosos países para cumplir los plazos fijados. El segundo no sólo continuaba la tónica de resumir los progresos alcanzados por los países informantes —que habían ampliado su número de 17 a 21—, sino que mostraba su orgullo porque «... se ha alcanzado, o se está alcanzando rápidamente, el punto en el cual los planes para mejorar los sistemas de compensación y liquidación serán irreversibles».

Lo cierto es que la puesta en práctica de ese conjunto de recomendaciones no responde únicamente al deseo de aparecer bien situado en una clasificación más o menos prestigiosa, sino a un motivo mucho más práctico: a saber, los mercados que en 1992 cuenten con sistemas de compensación y liquidación arriesgados y poco eficaces atraerán poca inversión extranjera e, incluso, correrán el riesgo de contemplar cómo el negocio doméstico se reduce en favor de mercados foráneos más eficientes. ¿Cuál es, pues, la situación presente de acuerdo con el último *Status Report* del Grupo de los Treinta? Podemos resumirlo así:

- Un grupo de países, entre los que se cuentan Dinamarca, Suiza, Alemania, Holanda y Noruega, han cumplido ya prácticamente las nueve recomendaciones del informe inicial. Es decir, son mercados que cuentan con organismos centrales que han inmovilizado o desmaterializado los valores en ellos negociados, que liquidan diariamente en D + 5, o antes, y en los cuales se ha puesto en práctica el principio de entrega contra pago. Adviértase que se combinan aquí mercados muy importantes (como los de Alemania y Suiza, y, en un segundo plano, Holanda) con otros muy marginales (Noruega y Dinamarca).

- El segundo grupo de países, en el cual se incluyen los dos mercados más activos del mundo (Estados Unidos y Japón), necesita hacer grandes esfuerzos para llevar a cabo una o varias de las recomendaciones del Grupo de los Treinta. Por ejemplo, en Estados Unidos sigue sin inmovilizarse un porcentaje importante de títulos y no ha podido reducirse el período de liquidación de D + 5 a D + 3. En Japón tampoco existe un organismo central de depósito de títulos, cosa que sí existe en Francia, si bien en este país no se había conseguido liquidar en D + 5.

- Por último, un tercer grupo de países, entre los que se contarían Reino Unido, Italia y Australia, se caracteriza por carecer de un organismo que desempeñe funciones de depósito central; en algunos de ellos no funciona el sistema de liquidación diaria y, por lo general, el principio de entrega contra pago no es obligatoriamente observado.

¿Cómo caracterizar la situación en España y cuáles son los planes inmediatos? La reforma de los sistemas de compensación y liquidación planteada por la LMV conviene situarla sobre el trasfondo anteriormente descrito. Esa reforma era tanto más urgente cuanto que el sistema de fungibilidad era ya incapaz de satisfacer las necesidades de un mercado bursátil moderno, a lo cual se unía el efecto demostración materializado en la exitosa implantación del sistema de anotaciones en cuenta de deuda pública llevado a cabo por el Tesoro Público y el Banco de España. Además, los responsables de nuestros mercados bursátiles no podían permanecer indiferentes a la circunstancia de que, según las estimaciones más fiables, durante el último año y medio el porcentaje de contratación de valores españoles, realizado fuera de nuestros cuatro centros de contratación, oscilaba entre el 25 y el 30 por 100. Y aun cuando no resulta posible achacar al deficiente funcionamiento de nuestro sistema de compensación y liquidación tal fuga, tampoco podemos absolverle de toda culpa.

Así lo comprendió la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que, desde comienzos de 1989, ha promovido los trabajos de una comisión compuesta por representantes de las entidades depositarias y de las sociedades rectoras de las bolsas. Como resultado de esos trabajos, se cuenta ya con el diseño técnico del nuevo sistema de compensación y liquidación, y se han dado los primeros pasos para su puesta en funcionamiento. Bajo los auspicios de una Sociedad Promotora —a cuyo cargo está la instalación y puesta en marcha del nuevo sistema operativo—, se está trabajando afanosamente para alcanzar en las dos fechas previstas —noviembre de 1991 y marzo-abril de 1992— los hitos fundamentales del nuevo SCL: a saber, la liquidación diaria —inicialmente en D + 7 y posteriormente en D + 5— y el comienzo de la anotación en cuenta.

Se trata de dos fechas muy ambiciosas y que exigirán un considerable esfuerzo por parte de todas las partes implicadas (sociedad promotora, entidades depositarias y sociedades rectoras de las bolsas de valores), pero el tiempo apremia y España no puede retrasarse en el esfuerzo común de contar con sistemas de liquidación eficientes y minimizadores del riesgo.

* * *

Este número de *Suplementos sobre el Sistema Financiero de Papeles de Economía Española* está escrito con esa perspectiva, y su organización y todo el material puesto a disposición del lector se subordina a aquélla.

El cuerpo central del número lo constituyen las cinco colaboraciones firmadas por **Fernando Ramírez, José Luis López de Garayo, Agustín Márquez, Manuel Mendoza y Miguel Pellicer**; colaboraciones centradas en los aspectos básicos: la génesis del nuevo sistema, la transición del antiguo sistema de fungibilidad al nuevo de anotaciones y los rasgos técnicos más característicos de éste, las peculiaridades jurídicas de la anotación en cuenta y la cuestión, siempre inquietante, de los riesgos anejos a esta fase crucial del funcionamiento del mercado bursátil.

Los trabajos de **Fernando Ramírez, José Luis López de Garayo y Agustín Márquez** constituyen, en gran medida, un bloque homogéneo dedicado a analizar cómo nació el actual sistema de liquidación y compensación de valores, qué pasos se han ido dando desde el sistema de fungibilidad al de anotaciones en cuenta, cuáles son sus características técnicas, cómo se pasará de aquél a éste y

qué ventajas ofrecerá a las diversas entidades que en él participen.

Manuel Mendoza adopta una perspectiva muy diferente: la de jurista. En un trabajo muy detallado se examinan los diversos aspectos de una regulación que es relativamente novedosa en nuestro país —la Deuda Pública fue innovadora en este terreno—, pero que constituye la culminación de un proceso que ha llevado, movido por su propio éxito, a la desaparición del título-valor. La Ley del Mercado de Valores supone, por tanto, la convalidación plena de nuestro ordenamiento jurídico de esa forma de representación de toda clase de valores. Las líneas básicas contenidas en los ocho artículos que componen el capítulo II del título primero de la Ley precisaban el desarrollo detallado que contiene el proyecto de Real Decreto, que **Manuel Mendoza** ha consultado para discutir el sistema de anotaciones en cuenta desde un enfoque jurídico.

Las colaboraciones que constituyen la parte central de este número de *Suplementos* se cierran con un extenso trabajo de **Miguel Pellicer**, trabajo dedicado a analizar uno de los aspectos menos conocidos, pero acaso el más importante de todo sistema de compensación y liquidación de valores: a saber, los riesgos en que, consciente o inadvertidamente, incurren las diferentes partes implicadas en las transacciones con valores realizadas en un mercado secundario organizado.

Hecha esta breve presentación al lector de las cinco colaboraciones que tiene ante él, quizá sea útil intentar resumir sus líneas argumentales básicas con el fin de mostrar su íntima conexión con los problemas que constituían el centro de gravedad de la primera parte de esta Introducción.

LOS ANTECEDENTES DE LA REFORMA

Fernando Ramírez ha recreado con indudable acierto los proyectos que en los últimos años sirvieron de preámbulo a la regulación contenida en la LMV, contraponiéndolos con las iniciativas internacionales que iban a fraguar en el fructífero *Informe* del llamado «Comité de los Treinta», emitido en marzo de 1989. Pues bien, dos años y medio antes una Comisión Mixta (compuesta por representantes de las cuatro juntas sindicales de las bolsas oficiales de valores, del Consejo Superior Bancario, de la Confederación Española de Cajas de Ahorros y de algunas de las más importantes sociedades emisoras de valores cotizados en bolsa, bajo la presidencia del Banco de España) emitió un informe cuyas principales conclusiones se resumían en:

- Incluir el mayor número de títulos posibles en el sistema de fungibilidad, potenciando así la universalidad del sistema.
- Inmovilizar los títulos en las entidades depositarias.
- Reducir los plazos de liquidación.
- Ampliar la categoría de «entidades adheridas».
- Suprimir el consentimiento previo de la emisora para incluir en el sistema de fungibilidad los títulos nominativos.
- Transformar en sociedad anónima el servicio de coordinación de las bolsas, dando entrada en ella a las entidades de depósito que actuaban como depositarias.

Hubo que esperar a la publicación de la Ley del Mercado de Valores, en julio de 1988, para ver recogido en un apretado artículo —el 54— los rasgos esenciales que destilaban tanto el informe de la Comisión Mixta, en nuestro país, como el del «Grupo de los Treinta», allende nuestras fronteras: es decir, universalidad; entrega contra pago; objetivar la fecha de liquidación; asegurar la entrega en la fecha de liquidación y asegurar la neutralidad financiera del proceso, de forma tal que nadie salga perjudicado en términos financieros.

Para asegurar el cumplimiento de esos objetivos, la Ley prevé la creación de un servicio de compensación y liquidación encargado de llevar el registro contable de los valores admitidos a negociación en Bolsa y representados por medio de anotaciones en cuenta, así como gestionar la compensación de valores y de efectivo derivada de la negociación en las bolsas de valores. Constituido como sociedad anónima obligada a rentabilizar sus recursos propios, cubriendo sus usuarios el coste de los servicios prestados, **Fernando Ramírez** resume su tarea cuando afirma que le corresponde desarrollar un sistema único, ágil, eficiente y económico de compensación y liquidación de valores representados en anotaciones en cuenta.

Un sistema como éste persigue, en una palabra, los dos objetivos buscados internacionalmente para los nuevos sistemas de liquidación: eficiencia y seguridad. Al examen de las implicaciones que esas dos finalidades tendrán para nuestro futuro sistema dedica **Fernando Ramírez** los párrafos finales de su colaboración; párrafos empapados de la confianza que, en 1992, cuando entre en funcionamiento, nuestro sistema podrá compararse dignamente con los criterios internacionales más exigentes.

DEL SISTEMA DE FUNGIBILIDAD AL SISTEMA DE ANOTACIONES

La primera parte de la colaboración de **José Luis López de Garayo** ofrece un puente, ideal para el lector poco versado con la historia de los procesos de compensación y liquidación en la Bolsa española, entre el trabajo de **Fernando Ramírez** y el de **Agustín Márquez**. En efecto, esas primeras páginas son un recorrido guiado por el pensamiento de cuál es el auténtico norte de la reciente reforma de nuestros mercados bursátiles: la ineludible necesidad de poner a punto una Bolsa eficiente en todos sus aspectos y capaz, por tanto, de competir con las restantes bolsas europeas en el marco del Acta Unica.

Antes de la implantación del sistema de fungibilidad, en 1974, la liquidación era un proceso extraordinariamente lento, que se complicaba aún más en el caso de los títulos nominativos. Como bien señala **López de Garayo**, a medida que fueron aumentando los títulos en circulación y el volumen de contratación se originaron retrasos tales que el cumplimiento de los plazos previstos en el artículo 67 del Reglamento de las Bolsas se convirtió en el recuerdo de una añorada edad de oro. La implantación de medidas, tales como el servicio de liquidación de derechos o el de valores, evitó, sólo parcialmente, el colapso de la liquidación bursátil, que únicamente volvió a funcionar con la puesta en marcha del llamado sistema de fungibilidad, en la primavera de 1974.

Dicho sistema —inspirado en la fungibilidad de los títulos, su inmovilización física y la limitación funcional de la numeración— consiguió la homogeneización de los plazos de liquidación y el control de las operaciones pendientes de liquidar. ¡Lo que no logró, desgraciadamente, fue la inclusión de los títulos nominativos en el sistema de fungibilidad! No están claras las razones de la oposición de las sociedades emisoras. **López de Garayo** apunta el temor a la pérdida de control por parte de aquéllas. El caso es que hemos debido esperar hasta 1990 para que una propuesta conjunta de las bolsas y las emisoras permitiese la inclusión de los valores nominativos en fungibilidad como paso previo a su conversión a anotaciones en cuenta.

La segunda parte de la colaboración de **López de Garayo** cubre dos materias centrales: la descripción del nuevo sistema de compensación y liquidación previsto en la Ley del Mercado de Valores y el análisis del mismo desde el punto de vista de un miembro del mercado.

La descripción es detallada, tanto del marco legal como del diseño técnico, insistiendo en la primacía que en el mismo se ha dado a los objetivos de eficiencia y seguridad. El lector encontrará en esta parte del artículo un utilísimo complemento a la exposición de **Fernando Ramírez**, caracterizada por una visión más general, y la de **Agustín Márquez**, más inclinada al estudio de los perfiles técnicos del nuevo proyecto de liquidación. Ahora bien, el rasgo diferenciador de la tesis de **López de Garayo** se halla en el apartado titulado «Análisis del nuevo sistema de liquidación desde la perspectiva de un miembro del mercado».

Comienza el autor con una afirmación rotunda: la de que la reforma del sistema será la más trascendental de entre todas las realizadas desde la publicación de la Ley del Mercado de Valores.

Si se adopta la perspectiva de un miembro del mercado —no en balde **López de Garayo** es Consejero-Director general de una importante sociedad de valores y bolsa— el sistema de compensación y liquidación que próximamente se implantará presenta, entre otras, las siguientes *ventajas*:

- Seguridad en el calendario y reducción en los plazos de liquidación, lo cual agilizará la contratación e incrementará el volumen intermediado.
- Ello propiciará, por un lado, un incremento de la inversión extranjera en nuestra Bolsa y, por otro, una reducción del riesgo del sistema al tiempo que disminuyen los costes administrativos.
- Gracias a la conexión informática que el servicio de compensación y liquidación establecerá entre miembros del mercado, rectoras y el propio servicio, mejorará la eficiencia, agilidad y seguridad en el tratamiento de la información.
- En el caso de ausencia de justificación de las ventas, la implantación del préstamo de valores constituye una sensible mejora respecto a la recompra.
- Por último, la seguridad jurídica de las transmisiones de valores queda salvada por la anotación en cuenta, habida cuenta de los principios de irrevindicabilidad de los valores adquiridos y de la legitimación registral que en el proyecto de Real Decreto establece.

Si éstas son algunas de las ventajas que el futuro sistema presenta, su conocimiento y experiencia permiten a **López de Garayo** apuntar lo que califica, asépticamente, de *puntos oscuros* del proyecto. Resumamos su opinión:

- La implantación de una liquidación diaria impedirá la práctica del «semaneo» —comprar al prin-

cipio de la semana para vender dentro de ella y liquidar por diferencias—, la cual supone un volumen considerable de operaciones, especialmente por parte de pequeños clientes.

- El plazo máximo previsto para el desglose de operaciones acaso resulte insuficiente cuando intervengan clientes extranjeros.

- El establecimiento y puesta en funcionamiento del servicio de compensación y liquidación va a restar a las sociedades rectoras de las bolsas una de sus principales fuentes de ingresos. Sugiere **López de Garayo** la búsqueda de alternativas con el fin de asegurar la continuidad de los proyectos técnicos precisos, sin recurrir al incremento del coste de las operaciones; solución que restaría competitividad a nuestro mercado bursátil.

- Convendría suprimir el sistema de penalizaciones por acumulación de retrasos en la justificación de ventas.

- Un aspecto controvertido del proyecto, cuya justificación pondera **López de Garayo**, del nuevo Servicio de Compensación y Liquidación es la composición del accionariado de la sociedad anónima que, de acuerdo con los términos del artículo 54 de la Ley del Mercado de Valores, estará encargada tanto de la llevanza del registro contable como de gestionar la compensación de aquéllos y del efectivo.

LOS ASPECTOS TECNOLOGICOS

El trabajo de **Agustín Márquez** toma el testigo de la argumentación de **Fernando Ramírez**, y subraya en sus párrafos iniciales cómo la reforma de la liquidación contemplada en la Ley de Mercado de Valores persigue la consecución de dos objetivos fundamentales, que han caracterizado tanto las propuestas como las realizaciones internacionales en este campo. Esos dos objetivos, a los cuales hicieron referencia tanto **Fernando Ramírez** como **José Luis López de Garayo**, son la eficiencia y la seguridad.

A continuación se exponen concisamente los puntos de partida que configuran el nuevo sistema. Tiene razón **Márquez** cuando subraya que no se ha pretendido encontrar soluciones originales, sino asentar aquí la experiencia de otros países en este campo. Con esa óptica, los pilares del nuevo sistema serán los siguientes:

- La desconexión entre numeración del valor y titular del mismo.

- La desmaterialización de los títulos mediante la anotación en cuenta y la creación de una central de anotaciones.

- La actuación del servicio de compensación y liquidación como contrapartida única, con lo cual se desconectan las obligaciones recíprocas de comprador y vendedor.

- La liquidación diaria y la entrega contra pago en la misma fecha valor de la operación.

El resto de su artículo lo divide **Agustín Márquez** en tres partes, igualmente interesantes: la descripción de las características técnicas del nuevo sistema; sus peculiaridades tecnológicas; por último, los criterios de conversión del actual sistema de fungibilidad al futuro sistema de anotaciones. Resumamos lo más granado de sus opiniones.

El Servicio de Compensación y Liquidación tiene atribuidas una serie de *funciones y de flujos de información*. En primer lugar, el régimen de anotaciones en cuenta implica la sustitución de los títulos físicos por registros informatizados, delegándose en las entidades adheridas el mantenimiento del registro individualizado con los datos de cada titular y reservándose el Servicio la centralización de las posiciones agregadas a cada entidad adherida en relación con cada clase de valor. Esa estructura del Registro en dos niveles exige contar con los mecanismos que aseguren la integridad general de la oportuna información.

Las operaciones intermediadas por los miembros del mercado son comunicadas por éstos a las rectoras de las bolsas, desglosándose individualmente por clientes e identificando la entidad adherida que realizará la operación. Las rectoras, a su vez, comunicarán al Servicio los desgloses recibidos y el código identificativo asignado —código que también recibirá el miembro del mercado—. Estas comunicaciones, realizadas en forma continua, se completan con la recepción por el Servicio de Compensación y Liquidación de los desgloses y su transmisión a las entidades adheridas, cerrándose esta fase de asignación con la posibilidad de comprobar y subsanar errores.

Los errores son, ciertamente, una, aun cuando no la principal, causa del riesgo anejo a todo proceso de liquidación. En el nuevo sistema ese riesgo se evita para los compradores —que siempre recibirán sus valores— y para los vendedores —a quienes se asegura el cobro en efectivo gracias a la interposición entre ambos del Servicio. Esto justifica el establecimiento de una fianza colectiva para las entidades adheridas y la disposición por el sistema de compensación y liquidación de los

valores necesarios para cumplir la obligación de entrega inicialmente asumida por el vendedor. Ese compromiso obliga a introducir en nuestras prácticas bursátiles la figura del préstamo de valores, habitual en otros mercados.

La reducción del riesgo de liquidación —tema específico de la colaboración de **Miguel Pellicer**— va íntimamente ligada al acortamiento de los plazos de su realización. En el actual sistema de fungibilidad esa reducción va de la mano con la conversión previa a un régimen de liquidación diaria que, sustituyendo al actual período semanal, permita liquidar en una fecha predeterminada después de la de contratación. El nuevo sistema se marca D + 5 como día de liquidación, si bien acepta un período de adaptación con D + 7. Por su parte, la liquidación de efectivos se llevará a cabo a través de las cuentas de tesorería de las entidades en el Banco de España, mientras que la liquidación de valores se realizará en las cuentas anotadas de cada entidad adherida en el Servicio de Compensación y Liquidación.

Los títulos nominativos y sus rasgos peculiares han sido tenidos en cuenta en el nuevo proyecto, de forma tal que el Servicio de Compensación y Liquidación realizará las oportunas comunicaciones y prestará los necesarios servicios a las emisoras, de forma que éstas puedan mantener actualizadas sus libros de accionistas. Además, los servicios prestados por el nuevo sistema, tanto a las entidades liquidadoras como a emisoras, procurarán descentralizarse en buena medida, para lo cual se constituirán oficinas locales en las plazas bursátiles, oficinas destinadas a administrar y controlar la relación de las entidades situadas en ese ámbito geográfico con el servicio.

Como afirma **Agustín Márquez**, el nuevo sistema de liquidación estaba obligado a utilizar los avances tecnológicos registrados desde la implantación del viejo sistema de fungibilidad para incrementar el nivel de automatismo en los procedimientos, así como el grado de interconexión entre los sistemas informáticos de las entidades y el del propio Servicio. Ese propósito explica las cuatro *características tecnológicas* que definen el sistema: interconexión de los centros, accesibilidad de la información, seguridad de la misma y flexibilidad de las comunicaciones.

Pero el lector tiene perfecto derecho a preguntarse cómo se pasará de un sistema de compensación y liquidación a otro; es decir, cuáles son los *criterios de conversión* al futuro sistema. Pues bien, el enfoque adoptado ha sido el de sustitución gradual de los antiguos procesos por los modernos,

utilizando en paralelo la misma información. Diversas son las razones que avalan esa elección, pero, indudablemente, la que ha inclinado la balanza ha sido que así se permitía un avance más rápido hacia la anotación en cuenta.

El plan de conversión aúna varios criterios que **Agustín Márquez** agrupa en tres amplios apartados, detalladamente expuestos: la transformación de los títulos físicos, la conversión de la información y las fases o etapas de conversión de los sistemas. **Márquez** concluye su colaboración con un resumen, en diez breves puntos, de las ventajas que el nuevo sistema aportará a los procedimientos de liquidación de valores.

EL ANALISIS JURIDICO DE LAS ANOTACIONES EN CUENTA

La perspectiva jurídica constituye el eje sobre el cual fundamenta **Manuel Mendoza** su estudio del sistema de anotaciones en cuenta regulado en el capítulo II del título primero de la LMV.

Como subraya en su introducción, el éxito del título-valor, en cuanto medio de incorporar el derecho al título, ha acabado constituyendo un serio obstáculo al tráfico mercantil, pues el elemento físico dificultaba no sólo la transmisión de los derechos incorporados al título, sino también el puntual ejercicio de los mismos. Había, pues, que habilitar medios para evitar el traslado físico de los derechos incorporados y para facilitar su ejercicio, todo ello sin necesidad de presentar el correspondiente documento.

Se puso en marcha así un proceso de profunda innovación cuya primera traducción fue la implantación de lo que **Mendoza** denomina «sistemas correctores». El Decreto que plasmó, en 1974, el sistema de fungibilidad entre nosotros fue uno de ellos. Ahora bien, sólo la sustitución completa del título físico por un registro contable constituye un «sistema sustitutivo», sistema que, con unas u otras variaciones, ha venido afianzándose durante los últimos años en los grandes mercados bursátiles mundiales.

En España fue, paradójicamente, el Estado quien primero captó la trascendencia de esa innovación, y mediante el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, crea el sistema de Deuda del Estado Anotada, que ha permitido la sustitución del soporte documental en prácticamente toda la deuda viva en circulación. Conviene recordar ahora que la implantación de dicho sistema fue duramente criticada por algunas de las instancias directivas de los mercados bursá-

tiles, quienes, en aras de una pretendida unidad de mercado, llegaron a calificar de «mercadillos» a los posibles mercados extrabursátiles de deuda pública, aventurando que no reunirían el mismo conjunto de seguridades que los derivados de la contratación y liquidación en Bolsa. Los hechos han dejado claro dónde estaba la razón.

Pero ha sido la LMV quien, desde julio de 1988, ha dado carta completa de naturaleza a la anotación en cuenta. En efecto, según dicho texto legal, todo emisor de valores tiene la posibilidad de emitir cualquier clase de valores, públicos y privados, mediante el sistema de anotaciones en cuenta, pudiendo representarse los valores negociados por medio de anotaciones o por medio de títulos. Ahora bien, así como la representación a través de anotaciones será irreversible, la materializada en títulos permitirá el paso al sistema de anotación en cuenta, previo consentimiento de los titulares a dicha transformación.

Manuel Mendoza comienza su pormenorizado examen con la *forma de representación* de los valores, a lo cual acaba de hacerse referencia, para pasar después a estudiar la *constitución* de los valores representados por medio de anotaciones, que se hará en el oportuno registro contable. En el caso de los valores admitidos a negociación en Bolsa, dicho registro central será el mantenido por el SCL. El punto capital es si la inscripción en el registro contable tiene efectos constitutivos.

Las *formalidades* y el *registro* de la emisión son dos aspectos que también llaman la atención de **Manuel Mendoza**. Las primeras, porque es preciso delimitar los requisitos de otorgamiento de escritura pública de emisión y su depósito en determinadas entidades; el segundo, por cuanto plantea una serie de cuestiones importantes: qué entidades pueden llevar registros contables, principios rectores de esa llevanza, procedimientos de inscripción y posibles responsabilidades de la entidad registral.

Si bien las *características* de los valores en anotaciones en cuenta no se apartan del régimen general de las emisiones de valores, la *transmisión* de los mismos plantea una interrogante trascendental: a saber, la hipotética inseguridad derivada de la inexistencia de tradición del título, inseguridad que atendería a la defensa de la posición del adquirente. Pues bien, la tesis mantenida en esta colaboración es que el artículo 9.1.º, de la LMV, al establecer que la inscripción de la transmisión a favor del adquirente produce los mismos efectos que la tradición de los títulos, garantiza suficientemente la im-

posibilidad de atacar la transmisión y, por ende, la titularidad lograda por el adquirente.

Igualmente interesante es la exégesis llevada a cabo por **Manuel Mendoza** en tres temas de gran trascendencia jurídica: la constitución de derechos reales limitados, la acreditación de la legitimación y la fungibilidad de los valores. Sin un adecuado tratamiento de los tres, el sistema de anotaciones en cuenta de valores negociados en Bolsa sería un gigante con pies de barro.

LOS RIESGOS

Miguel Pellicer comienza su colaboración recordándonos lo que se supone que todo lector sabe, pero que frecuentemente ha olvidado: los conceptos básicos de la organización de los mercados financieros. De esta forma, al lector se le recuerda discretamente que un mercado bursátil comprende tres fases esenciales: la *cotización*, la *contratación* y la *liquidación*, a las cuales puede añadirse una cuarta —la de *compensación*—, existente entre la contratación y la liquidación. Comprenderemos también por qué la interrelación entre cotización y contratación da lugar a un sistema organizativo más o menos complejo según los mercados se aglutinen de forma simple —caso de los llamados mercados de búsqueda directa—, o especialmente compleja, como sucede en los mercados centralizados.

A su vez, las fases de compensación y liquidación son base de otro sistema cuya finalidad reside en asegurar la transferencia de los activos negociados y del efectivo con el cual se pagan.

Este último sistema es el que constituye el objeto de este número de *Suplementos*, y los riesgos inherentes al mismo son el tema específico del trabajo de **Miguel Pellicer**.

El tratamiento del riesgo, definido como contingencia que origina pérdidas o disminución de ganancias, puede orientarse en dos grandes apartados que **Miguel Pellicer** denomina *estudio* y *gestión* del riesgo. El primero estaría subdividido, a su vez, en identificación del mismo —qué contingencia lo produce—, asignación —quién lo soporta, aspecto vital para las entidades supervisoras del mercado— y medición —aislamiento de la contingencia que lo ocasiona y asignación y probabilidad de que aquélla llegue a producirse. La gestión del riesgo busca acotarlo en el nivel adecuado, disminuyéndolo gracias a decisiones precisas que van desde el intento de evitar su materialización a la contratación de aseguramientos o a la constitución

de garantías; pero, en todo caso, cualquiera de esas alternativas tiene un coste, implícito o explícito.

Miguel Pellicer distingue dos tipos de riesgo en los sistemas de compensación y liquidación, a los que denomina riesgo de *liquidación* y de *sistema*. El primero, definido como la posibilidad de incurrir en pérdidas por el incumplimiento de sus obligaciones por la contrapartida —entrega del activo negociado o pago del efectivo—, es objeto de un examen que va detallando sus distintas fases, desde la identificación del mismo a su gestión, pasando por su medición y gestión. Aquí el lector atento percibirá cómo el esquema enunciado en la introducción cobra cuerpo y comienzan a ponerse de relieve tanto los problemas típicos de las fases de compensación y liquidación en los modernos mercados bursátiles como las recomendaciones y mecanismos usuales para su tratamiento —por ejemplo, el principio de entrega contra pago para reducir las consecuencias del riesgo de liquidación, o las ventajas inherentes a la desmaterialización de los títulos en cuanto medio de acortar y agilizar la transferencia del vendedor al comprador.

Naturalmente, la transmisión del riesgo de liquidación y sus consecuencias, para el o los mercados en que se produzca, es motivo que justifica la discusión minuciosa de los procedimientos que habitualmente se utilizan para reducirlos. El artículo de **Miguel Pellicer**, sin abandonar su tono didáctico, adopta en esta parte un nivel de abstracción que precisa una lectura reposada para comprender cuáles son los costes implícitos en la liquidación y diferenciar las razones justificativas de los diversos sistemas practicados, sea éste el bilateral o el multilateral, por una cámara de compensación encargada de transformar en netos los saldos brutos derivados de la contratación de cada miembro de la misma con el resto del mercado.

La última parte de su artículo la dedica **Pellicer** a estudiar los diferentes aspectos del riesgo de sistema, siguiendo aquí también el esquema utilizado en el riesgo de liquidación; es decir, comienza por examinar la asignación del riesgo para concluir con los procedimientos de gestión del mismo.

El lector debe recordar ante todo que se suele denominar riesgo de sistema a la posibilidad de que, por razón de una liquidación fallida, no sea posible realizar otras liquidaciones y, debido a un proceso de transmisión, quede afectado el mercado específico en el cual ese activo se negocia o, incluso, tal perturbación se propague a todo el sistema financiero. El aspecto más preocupante del

riesgo de sistema reside no en que afecte a los participantes, directos o indirectos, en las operaciones en cuestión, sino en su propagación y eventual colapso de los sistemas de pagos. No se trata de un supuesto meramente académico, como estuvo a punto de demostrar la crisis bursátil de octubre de 1987, sino de una realidad latente que subraya el rasgo más preocupante de la asignación del riesgo de sistema. Nos referimos a su carácter de riesgo social, por el cual los posibles perjudicados por su materialización no coinciden con quienes se benefician de las prácticas generadoras del riesgo; prácticas que **Miguel Pellicer** identifica con la operativa en descubierto y con las formas organizativas dirigidas a ahorrar costes de liquidación.

La mera probabilidad de que el riesgo de sistema llegue a materializarse obliga a considerar su medición, comenzando por el estudio de los factores de carácter más general que posibilitan el encadenamiento de operaciones relativamente importantes. Esos factores, que son bautizados por **Miguel Pellicer** como *densidad* de los mercados y *vulnerabilidad* del sistema, condicionan el nivel de probabilidad de que el riesgo de sistema llegue a producirse y justifica, en todo caso, una gestión activa del mismo.

Esa gestión se materializa en soluciones al riesgo de liquidación, en cuanto origen del riesgo de sistema, y aconseja examinar no sólo el funcionamiento de los sistemas de compensación, sino también las características de los sistemas de pagos, pues son éstos los que hacen efectiva la transferencia de dinero que perfecciona el pago; su falta de realización, por el contrario, da paso al riesgo de sistema. De ahí la justificación del estudio de la tipología de sistemas de pago que **Pellicer** lleva a cabo partiendo de un rasgo diferencial y básico: que el sistema esté dotado o no de firmeza. Ese hecho es esencial, pues permite establecer la frontera respecto a la existencia o ausencia del riesgo de sistema, y respecto hacia quién se orienta: el banco central o el sistema de compensación.

Pero, como bien se señala en el trabajo comentado, el riesgo de sistema puede materializarse igualmente por la falta de entrega del activo negociado. La necesidad de cubrir esta eventualidad es tanto más importante cuanto que, a diferencia del dinero, puede suceder que nadie facilite los activos precisos para liquidar la operación. Por ello, se han institucionalizado procedimientos tendentes a facilitar los activos necesarios, ya sea mediante la figura del *préstamo* de valores —solución adoptada en el futuro sistema de compensación o liquidación español— o la *compra* de los mismos.

La entrega del activo contra el pago en efectivo del mismo —el conocido principio de «entrega contra-pago»— queda plenamente garantizada si los dos sistemas —el de pago en dinero y el de pago en activos— están dotados de firmeza; pero como no es posible garantizar plenamente la firmeza absoluta de las órdenes de entrega de los activos negociados, se plantea la necesidad de coordinar ambos sistemas de pagos, lo cual no es común. En todo caso, es aconsejable intentar solucionar primero las liquidaciones del activo en cuestión, habida cuenta de la mayor flexibilidad del sistema de pagos en dinero; pero, al mismo tiempo, no debe olvidarse que los problemas de liquidación de un determinado mercado se transmiten a otros mercados a través del dinero. Ello implica, como bien sugiere **Miguel Pellicer**, que siempre cabe aislarlos si un banco central, actuando como prestamista de última instancia, facilita, por el procedimiento más adecuado, los fondos necesarios para solucionar las incidencias que hayan podido surgir.

* * *

Se incluye también una serie de textos legales y de escritos diversos con el afán de proporcionar al lector un marco de referencia que le permita

formarse una opinión sobre todos los distintos aspectos de tan compleja cuestión.

En la sección *Documentos* se han seleccionado algunos de los que se han considerado útiles para conocer tanto los antecedentes de la reforma del sistema de compensación y liquidación actualmente en marcha, como las iniciativas que en el extranjero se han emprendido con afanes muy semejantes, destacando los apartados más significativos del *Informe de los Treinta* y las comunicaciones españolas a los *Status Report* publicadas por el Grupo de los Treinta en la primavera y el invierno de 1990.

El *Apéndice legislativo* comprende desde el Decreto que en 1974 estableció el sistema de fungibilidad hasta el proyecto de Real Decreto que dará carta de naturaleza a las anotaciones en cuenta y al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, pasando por los artículos pertinentes de la propia LMV.

Para concluir, el número se cierra con las entrevistas realizadas a un selecto grupo de personalidades del mundo bancario y bursátil, recogiendo sus opiniones respecto a algunas de las cuestiones claves de la compensación y liquidación.