

SERVICIO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION BURSÁTIL: GENESIS DE UN PROYECTO AMBICIOSO

Fernando RAMIREZ

I. ANTECEDENTES

Aunque existen antecedentes más antiguos, que se remontan, si no estoy mal informado, a abril de 1978, la Orden Ministerial de 19 de noviembre de 1985 encomendó a la Comisión Mixta, regulada por la Orden de 20 de mayo de 1974, la elevación al Ministerio de Economía y Hacienda de un informe sobre la situación actual del Sistema de Liquidación y Compensación de operaciones en Bolsa y de Depósito de Valores Mobiliarios.

Esta Comisión Mixta, presidida por el Banco de España y con la participación de representantes de las cuatro Juntas Sindicales de las Bolsas Oficiales de Comercio, del Consejo Superior Bancario, de la Confederación Española de Cajas de Ahorros y de las emisoras de valores admitidos a cotización, emitió su informe con fecha 4 de agosto de 1986. En él se ponía de manifiesto que los principales elementos a considerar, para conseguir una mejora del sistema diseñado a partir del Decreto de 25 de abril de 1974, eran los siguientes:

- a) Alcanzar la *universalidad* del sistema, de tal forma que en el sistema de fungibilidad se incluyan el mayor número de títulos y entidades adheridas.
- b) Alcanzar la práctica *inmovilización* de los títulos valores en las cajas de las entidades depositarias, limitando sus movimientos a las exclusiones preceptivas o voluntarias.
- c) *Disminuir* los plazos de liquidación de las operaciones.

Para dar solución a estos problemas, el mencionado informe establecía las siguientes propuestas:

1. Reconocer como entidades adheridas al sistema tanto al Banco de España como al resto de entidades que puedan ser depositarias.

2. La supresión del consentimiento previo de la sociedad emisora para la inclusión de los títulos nominativos en el sistema de fungibilidad.

3. La reorganización del servicio de coordinación mediante la participación de las entidades de crédito depositarias en el mismo, y su configuración como sociedad anónima.

Como puede observarse, la preocupación y las iniciativas para mejorar la compensación y liquidación bursátil vienen ya de antiguo. La Ley del Mercado de Valores no ha hecho sino recoger esta inquietud y establecer una fórmula de solución definitiva al prever, en su artículo 54, la constitución del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores en forma de sociedad anónima y con unas funciones muy específicas, a las que me referiré más adelante.

Por otra parte, la misma Ley, en su disposición transitoria novena, establece la figura del delegado encargado de promover la constitución del mencionado Servicio. La Orden Ministerial de 16 de enero de 1989, por la que se nombra al delegado promotor del Servicio, establece también que éste, siguiendo las instrucciones que formulará la Comisión Nacional del Mercado de Valores, desarrollará los estudios y planes precisos y promoverá las medidas necesarias para su creación, en contacto con sus potenciales accionistas.

A la vista de lo anterior, parece claro que la intención del legislador era continuar el proceso de reflexión para producir un avance cualitativo en los procesos de compensación y liquidación bursátil, con una activa participación de los miembros interesados, y no solamente promover el cambio institucional.

II. INICIATIVAS INTERNACIONALES

La preocupación por la falta de atención que las labores de compensación y liquidación de valores

estaban teniendo en los mercados en general, y los riesgos cada vez mayores que esto implica para la seguridad y la eficiencia en el tráfico, fue la causa de que un conjunto de insignes personalidades del mundo financiero internacional tomara la iniciativa de constituir un grupo privado de trabajo denominado «Grupo de los Treinta», con el propósito de estudiar en profundidad esta problemática, darle una perspectiva internacional y proponer estándares mínimos para ser cumplidos en todos los mercados que aspiren a tener una presencia activa de inversores y operadores internacionales.

Este Comité emitió su informe en marzo de 1989. En este informe se incluyen, en primer lugar, las principales deficiencias detectadas con carácter general y a nivel internacional, que brevemente pueden resumirse de la siguiente forma:

- Falta de compatibilidad en los sistemas de confirmación de operaciones, tanto para transacciones domésticas como internacionales.
- Diferentes períodos de liquidación para diferentes mercados, abarcando el abanico de posibilidades desde el mismo día hasta varias semanas.
- Ausencia de entrega contra pago, aumentando considerablemente el riesgo para una de las partes.
- Falta de garantías estandarizadas.
- Ausencia de procedimientos informatizados de anotación en cuenta.

Finalmente, se desarrollan nueve recomendaciones, cuya orientación, tal y como se indica en la propia introducción al informe, es doble:

a) *La reducción de los riesgos* a través de:

- Acortar el período de tiempo que media entre la contratación y la liquidación de las operaciones.
- Promover un sistema de garantías para el mercado.
- Asegurar la existencia real de la entrega contra pago.

b) *La mejora de la eficiencia* a través de:

- Eliminar el movimiento físico de títulos.
- Promover, cuando sea aconsejable, sistemas de *netting*.
- Estandarizar las comunicaciones y los calendarios de liquidación.

En este sentido, y brevemente enunciadas, las nueve recomendaciones del «Grupo de los Treinta» son las siguientes:

1. La contratación debe estar cuadrada entre miembros del mercado en T + 1, siendo T el día de la contratación.

2. La confirmación y cuadro de la contratación debe realizarse no sólo a nivel de miembros, sino también de inversores institucionales u otros participantes significativos en la contratación.

3. Creación de una «Central de Depósito».

4. Analizar la conveniencia, en función del número de liquidadores y el volumen del mercado, de establecer un sistema de *netting* para la liquidación de las operaciones.

5. Implementar, sin excepciones, el principio de entrega contra pago.

6. Establecer la valoración el mismo día para pagos y cobros relacionados con todas las operaciones con valores.

7. Liquidación diaria en T + 5 para todas las operaciones contratadas en T. El objetivo final, no obstante, debería ser alcanzar T + 3.

8. Implementar un sistema de préstamo de valores para asegurar la entrega de los mismos en la fecha de liquidación.

9. Utilización del código ISIN de valores para la identificación de las emisiones.

III. PREVISIONES DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES

Como ya se ha comentado en un punto anterior, la Ley del Mercado de Valores prevé en su artículo 54 la creación de un Servicio de Compensación y Liquidación de Valores con las características esenciales que recoge el cuadro número 1.

Como puede observarse, estas previsiones de la Ley recogen en gran medida las recomendaciones que se planteaban en el informe de 4 de agosto de 1986 de la Comisión Mixta de expertos y, en algún sentido, va incluso más lejos en la búsqueda de la mejora de la eficiencia en los mercados de valores.

Entiendo que asume la recomendación de dicho informe cuando configura el Servicio como una sociedad anónima abierta en su participación a todas las instituciones vinculadas a los procesos de liquidación o al depósito de valores.

Por otra parte, al ser una única sociedad la encargada de desarrollar estas funciones, se ponen las bases para alcanzar la universalidad del sistema,

CUADRO NUM. 1
CARACTERISTICAS DEL SERVICIO
DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES

1. Denominación:	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S. A.
2. Funciones:	a) Llevar, en los términos previstos en el Capítulo II del título I de la presente Ley, el registro contable de los valores admitidos a negociación en bolsa y representados por anotaciones en cuenta. b) Gestionar, en exclusiva, la compensación de valores y de efectivo derivada de la negociación en las bolsas de valores.
3. Régimen económico:	Rentabilización de sus recursos propios y cobertura por sus usuarios del coste de los servicios prestados.
4. Régimen de funcionamiento:	a) No puede realizar operaciones de intermediación financiera. b) No puede realizar actividades de las descritas en el art. 71 de la LMV, excepto la indicada en la letra g). c) No puede mantener riesgos con los participantes en la liquidación. Todo ello con las excepciones que resulten indispensables para el desarrollo de sus funciones.
5. Accionariado:	Sin definir. Abierto en principio a las entidades financieras directamente implicadas en los procesos de compensación y liquidación de valores.

con independencia del tipo de valor del que se trate o de la plaza bursátil en que se contrate.

Por último, va más lejos que las propias recomendaciones, al proponer no ya la inmovilización de los títulos valores, sino su desmaterialización, mediante la representación del valor a través de la anotación en cuenta. En este sentido, de las diferentes manifestaciones incluidas en la LMV, básicamente las contenidas en el artículo 5 y en la disposición transitoria décima, cabe deducir la intencionalidad de evolucionar lo más posible hacia un modelo en el que los valores negociables en una bolsa de valores se representen fundamentalmente por medio de anotaciones en cuenta, con independencia de su carácter nominativo o al portador.

Posteriormente, la Ley de Reforma Parcial y Adaptación de la Legislación Mercantil a las directivas de la CEE en materia de sociedades (Ley 19/1989) abunda aún más en este criterio, al introducir en su artículo 10 una nueva disposición adicional a la LSA en la que se indica que:

Las acciones y obligaciones que pretendan acceder o permanecer admitidas a cotización en un mercado secundario oficial, necesariamente habrán de representarse por medio de anotaciones en cuenta.

Tan pronto como los valores indicados en el párrafo anterior se representen por medio de anotaciones en cuenta, los títulos en que anteriormente se reflejaban quedarán amortizados de pleno derecho.

Con lo cual se sientan las bases para desarrollar un sistema único, ágil, eficiente y de bajo coste, en la medida en que desaparece la manipulación de papel.

IV. PLANTEAMIENTO DEL NUEVO SISTEMA

A la vista del nuevo marco normativo, y una vez analizada en detalle la situación actual, tanto de procedimientos como de medios en los que se basaba la compensación y liquidación en las distintas bolsas, se elaboró un documento por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con la colaboración de expertos de las bolsas y de las entidades de depósito, en el que se ponían de manifiesto los objetivos que debería alcanzar el nuevo sistema de liquidación, así como los planteamientos básicos que deberían presidir la configuración de dicho sistema. En el mes de octubre de 1989 se alcanza un acuerdo definitivo sobre estos aspectos, ratificado por todas las partes intervinientes.

Los objetivos y planteamientos básicos que se recogen en dicho documento son los siguientes:

I. Función de compensación y liquidación de valores y efectivo

I.1. *Objetivos del Sistema*

- Universalidad.
- Entrega contra pago.
- Objetivar la fecha de liquidación (máximo D + 5).
- Asegurar la entrega en la fecha de liquidación.
- Neutralidad financiera.

I.1.1 *Universalidad*

Que exista un único Sistema para la liquidación de las diferentes categorías de

valores, con las mínimas diferencias necesarias para recoger las peculiaridades no homogeneizables de cada uno.

I.1.2 *Entrega contra pago*

A nivel de miembros del mercado debe existir simultaneidad entre la tradición de los valores y la transferencia de efectivo.

I.1.3 *Objetivar la fecha de liquidación (máximo D + 5)*

El Sistema debe permitir liquidar las operaciones como máximo al quinto día de contratación posterior al día de la transacción.

I.1.4 *Asegurar la entrega en la fecha de liquidación*

El mercado debe disponer de los mecanismos necesarios para estar en disposición de asegurar al comprador que éste va a recibir los valores adquiridos, y al vendedor, el producto de la venta en una fecha predeterminada.

I.1.5 *Asegurar la neutralidad financiera*

Como consecuencia del proceso de compensación y liquidación nadie tiene que salir ni beneficiado ni perjudicado, en términos financieros.

I.2. *Planteamientos básicos del modelo propuesto*

I.2.1 Generalización de las anotaciones en cuenta como fórmula de representación de los valores negociables en una bolsa de valores.

I.2.2 Generalización de las referencias técnicas a todos los valores negociables en una bolsa de valores.

I.2.3 Implantación de la figura del préstamo de valores como fórmula para asegurar la entrega en la fecha de liquidación.

I.2.4 Cierre de la cuenta de contratación del día antes del inicio de la siguiente sesión.

I.2.5 Liquidación de cuentas diarias en lugar de períodos contables.

I.2.6 Redefinición del sistema de comunicaciones entre bolsas, miembros del mercado y miembros liquidadores.

I.2.7 Asegurar la integridad financiera del mercado mediante la interposición del Servicio de Compensación y Liquidación como contraparte de todos los miembros liquidadores, sin que por ello se desvirtúen las obligaciones contractuales entre las partes contratantes.

I.2.8 Compensación de efectivos a través de cuenta en el Banco de España.

I.2.9 Adecuación de los sistemas internos, tanto de emisiones de títulos nominativos como de entidades depositarias.

I.2.10 Autonomía de las sociedades rectoras para decidir la explotación local del sistema.

II. **Registro Central de Anotaciones en cuenta**

De acuerdo con las posibilidades que ofrece la LMV en su artículo 7, la opción propuesta es plantear el Registro Contable de Anotaciones en cuenta en dos niveles.

- Un Registro Central, situado en el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, en el que se mantendrá la información exclusivamente a nivel de depositario.

- Una red de entidades adheridas conectadas con la sociedad de compensación y liquidación, que deberá mantener la información a nivel de depositante, conservándose de esta forma la relación de clientela.

Sobre la base de estos planteamientos, y una vez obtenida su ratificación tanto de las entidades de depósito, a través de AEB y CECA, como de las sociedades rectoras de las bolsas, se constituyó en noviembre de 1989 la «Comisión Técnica Asesora del Nuevo Sistema de Compensación y Liquidación», en cuyos trabajos han participado expertos de las cuatro bolsas y de bancos y de cajas de ahorros. La finalidad de esta Comisión Técnica ha sido elaborar un diseño funcional y técnico detallado, en desarrollo de los acuerdos alcanzados. El diseño funcional se ha concluido en su versión definitiva en febrero de 1991, y el diseño técnico está próximo a concluirse. No voy a entrar en los aspectos de detalle de ambos diseños, ya que entiendo que su explicación es objeto de otro trabajo dentro de esta misma publicación. Tan sólo plantear, en el apartado siguiente de esta exposición, cómo se han tenido en cuenta los objetivos de eficiencia y seguridad, tan presentes en las preocupaciones manifestadas en el informe del «Grupo de los Treinta» en el diseño de nuestro sistema.

V. EFICIENCIA Y SEGURIDAD EN LOS PLANTEAMIENTOS DEL NUEVO SISTEMA

De las dos funciones básicas que confiere la Ley al futuro Servicio se desprenden dos atributos que diferenciarán al futuro sistema de liquidación en relación con los sistemas anteriores: en primer lugar será un sistema integrado, entendiendo por tal que unificará la liquidación de las cuatro bolsas y se aplicará al conjunto de valores admitidos a cotización, sustituyendo por lo tanto a los diferentes sistemas actuales; y en segundo lugar, será desmaterializado, reemplazando los títulos físicos por registros informatizados.

Son, en esencia, estas dos características del futuro sistema, integración y desmaterialización, las que mejor resumen la diferencia entre el nuevo sistema y los anteriores, y en especial si centramos la comparación con el sistema de fungibilidad.

Existen dos grandes objetivos básicos en la renovación de nuestra liquidación, que coinciden con ser los objetivos identificados por otros países y organizaciones internacionales en su intento de adaptar la liquidación internacional con anterioridad a la finalización del año 1992. Estos dos objetivos, en los que cualquier otro podría llegar a traducirse, son *eficiencia y seguridad*.

La eficiencia no debe ser entendida sólo como la reducción de costes en la ejecución de los procesos propios de los servicios centrales, tales como las sociedades rectoras o el Servicio de Compensación y Liquidación, sino que hay que entenderla también, y no menos importante, como la disminución de coste, esfuerzo y tiempo en la realización de las tareas propias de las entidades relacionadas con la liquidación, y en particular en las entidades adheridas.

De hecho, las tareas de estas entidades representan una aportación al coste global de la liquidación de las operaciones muy superior a la que proviene de los servicios centrales, por lo que es en ese área donde la ganancia de eficiencia puede conseguir un mayor beneficio para el mercado en su conjunto. Más aún, el sistema central deberá ser de mayor envergadura que el actual, requiriendo una cierta inversión en *hardware* y *software* que le ponga en disposición de crear la infraestructura que permita a las entidades adheridas reducir sus costes variables actuales, aunque siempre mediante la realización de ciertas inversiones adicionales en sus propias instalaciones.

Existen varios aspectos concretos de la liquidación actual sobre los que pueden observarse ga-

nancias potenciales de eficiencia, y a los que consecuentemente el proyecto ha dedicado especial atención:

- La eliminación de los títulos físicos, evitando de esta manera los costes del depósito actual y los esfuerzos relacionados con las comprobaciones en las inclusiones, la configuración de paquetes y el intercambio de éstos entre entidades.
- La integración de la liquidación de las cuatro bolsas y de los diferentes tipos de valores bursátiles, con el consiguiente ahorro administrativo en las entidades al contar con un único procedimiento y un único interlocutor.
- Una mayor rapidez y automatismo en los diferentes flujos de información que intervienen a lo largo del ciclo de la liquidación, sólo alcanzable mediante una estrecha interconexión entre las entidades adheridas y el Servicio, y una implantación de soluciones ágiles de transferencia de información que sustituyan los mecanismos actuales que, sobre papel o cinta magnética, implican cierta intervención manual y pérdida de tiempo y fiabilidad.

La seguridad, por otra parte, es un objetivo complementario de la eficiencia, en relación con el cual nuestros actuales sistemas de liquidación tienen igualmente que mejorar. También, en relación con la seguridad, pueden identificarse cuatro áreas potenciales de mejora a las que el proyecto ha dedicado especial atención:

- La reducción del ciclo de liquidación, pasando éste a diario y tendiendo a acortar los plazos. De esta forma se consigue no sólo una reducción del volumen total de saldos pendientes de liquidar y, por lo tanto, una menor exposición al riesgo, sino también un menor plazo de tiempo para cerrar la posición contable que cada entidad tiene en relación con una fecha de contratación dada, y consecuentemente un menor plazo para la resolución de operaciones financieras tales como pagos de dividendos, suscripciones, conversiones, etcétera.
- La disminución del plazo de recompra, entendiendo por tal el plazo que se concede a una operación de venta vencida antes de dirigirla a la recompra. La reducción de este plazo implicará una menor exposición al riesgo de oscilación de los precios que pudiera distanciar el importe de la venta retenida del de financiación de la recompra. Sin embargo, y al igual que en el punto anterior, más importante aún que el efecto de reducir el riesgo de precio es la disminución del plazo para cerrar la situación contable de cada día de contratación.

- Una tercera área relacionada con la seguridad, en la que el proyecto pone especial interés, es la cobertura de operaciones de venta vencidas mediante la aplicación de préstamo de valores, alargando de esta manera el plazo de entrega de valores a la entidad vendedora sin dejar de entregar valores a la parte compradora.

- Por último, se instrumentará un cobro de garantías diarias a las entidades que mantengan posiciones de venta vencidas, pretendiendo con ello ajustar el importe retenido a la evolución del precio

del valor en el mercado, tal y como se ha venido en llamar el mecanismo de *market-to-market*.

Finalmente, cabe afirmar que el modelo desarrollado cumple, básicamente, con las recomendaciones elaboradas por el «Grupo de los Treinta», con lo que en el momento en que esté en funcionamiento, que previsiblemente será en el primer semestre de 1992, el sistema de compensación y liquidación de los mercados bursátiles españoles estará alineado con los estándares internacionales más exigentes.