

EVOLUCION HISTORICA Y REFORMA DEL SISTEMA DE LIQUIDACION DE LAS OPERACIONES BURSATILES

José Luis LOPEZ DE GARAYO Y GALLARDO

1. LA NECESARIA REFORMA DE LA LIQUIDACION BURSATIL DENTRO DE LA REFORMA DE LA BOLSA ESPAÑOLA

La Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, recoge en su exposición de motivos el objetivo básico de la reforma de nuestra Bolsa: «la necesidad de potenciar nuestro mercado de valores ante la perspectiva, en 1992, de un mercado europeo de capitales».

Dentro del desarrollo de esta reforma ya hemos asistido a los siguientes actos:

- Sustitución de los órganos rectores de las Bolsas: las juntas sindicales de los colegios de agentes de cambio y bolsa han dejado paso a las sociedades rectoras, cuyo capital se reparte entre los miembros del mercado.
- Traspaso de la supervisión y del control administrativo, que ha pasado del Ministerio de Economía a la Comisión Nacional de Mercado de Valores.
- Sustitución de los miembros del mercado: los agentes de cambio y bolsa han sido reemplazados por las sociedades y agencias de valores y bolsa.
- Mejora del sistema de contratación, aunque sin abandonar totalmente el sistema tradicional de correo. El 90 por 100 de lo negociado en la actualidad se realiza a través del sistema de contratación asistido por ordenador, denominado también mercado continuo.
- Interconexión de las cuatro plazas bursátiles, que ahora se unen en un único mercado dependiente de la sociedad de bolsas, titular del sistema informático interconectado.

El desarrollo lógico de la reforma exige que, una vez terminada la modificación de las instituciones y del sistema de contratación, se aborde la reforma de la liquidación bursátil, pieza clave en la eficien-

cia y prestigio de una bolsa de valores y en la que ya se viene trabajando desde la entrada en vigor de la Ley, tanto por las sociedades rectoras como por los miembros del mercado, bajo la coordinación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Porque, además, si mejorar la liquidación es la inversión más rentable a medio plazo para cualquier mercado, lo es mucho más en este momento, ya que con la entrada en vigor del Acta Unica europea y la libertad de movimientos de capitales que ésta conlleva, tarde o temprano se podrá comprar cualquier valor europeo en cualquier bolsa europea, y se elegirá por parte de los grandes inversores institucionales para la ejecución de sus operaciones aquel mercado que liquide con más agilidad y perfección, siempre que las exigencias administrativas y el tratamiento fiscal de las operaciones sea equiparable. Y cuando un mercado tiene fama de liquidar mejor que otro genera una espiral de operaciones hacia ese mercado, porque al incrementarse en él el volumen intermediado en acciones de un país determinado, los grandes inversores trasladan sus posiciones de compra o venta a ese mercado por ser más fácil obtener en él contrapartida. Esta espiral en la que la facilidad de contrapartida genera atracción sobre el negocio de otras plazas fue sufrida por las bolsas periféricas (Barcelona, Bilbao y Valencia) con respecto a la Bolsa de Madrid antes de la interconexión de los cuatro mercados. Y es la misma espiral que viene sufriendo la Bolsa de París con respecto al SEAQ (1) de la Bolsa de Londres, que ya acapara más de un tercio de la contratación global sobre valores franceses.

2. REFERENCIA HISTORICA Y OPERATIVA DE LA LIQUIDACION EN LA BOLSA ESPAÑOLA

Definía Rodrigo Uría el contrato bursátil como «aquél realizado en Bolsa con intervención de

agente de cambio y bolsa». Tras la reforma del mercado de valores podríamos definir el contrato de compraventa bursátil como «aquel contrato de compraventa de valores mobiliarios efectuado en bolsa con intervención de un miembro del mercado, sea éste agencia o sociedad de valores y bolsa».

La liquidación no es sino el momento en que se produce el cumplimiento de las obligaciones recíprocas del comprador y vendedor derivadas del contrato de compraventa bursátil. Es el acto en el que el vendedor entrega la «cosa» (los valores mobiliarios admitidos a cotización oficial objeto de la compraventa) y el comprador «el precio cierto en dinero o signo que lo represente», siguiendo la terminología del artículo 1.445 del Código Civil.

En la práctica, el movimiento de dinero y títulos entre comprador y vendedor se transformaba, dada la intervención obligatoria de fedatario para reforzar la seguridad jurídica de la transacción, en un trasvase de dinero y títulos entre despachos de los agentes de cambio y bolsa que habían cerrado la operación por cuenta de su comitente, comprador o vendedor. Los bancos también tenían un papel preponderante, por ser normalmente los depositarios de los títulos, y asimismo la junta sindical actuaba como órgano interpuesto para evitar los movimientos bilaterales de dinero innecesarios, dando origen a la compensación bursátil.

La liquidación comprendía, antes de la reforma de 1974, numerosos pasos que la hacían muy poco ágil. Así, por lo que se refiere al movimiento de los títulos, se asistía en cada operación al siguiente proceso: levantamiento del depósito de los títulos vendidos, que se entregaban al agente vendedor tras comprobación individualizada de los mismos. El despacho del agente vendedor procedía al recuento de los títulos entregados por la entidad depositaria y, tras comprobar su regularidad, se registraba pormenorizadamente su numeración, tanto en sus libros de operaciones como en los vendís. Posteriormente, se procedía al traslado físico de los títulos desde la oficina del agente vendedor a los locales de liquidación señalados por la junta sindical de cada bolsa. Al ser entregados los valores al agente comprador se producía nuevamente la operación de recuento, examen de la regularidad y nuevo traslado a los locales de éste, donde se procedía a individualizar numéricamente los valores en las pólizas de propiedad y en los libros-registro. Acabada la labor del agente, se entregaba de nuevo al comitente-comprador o a la entidad que éste hubiera indicado para el depósito.

Cuando los títulos eran nominativos, la opera-

ción de liquidación precisaba la confección de actas de transferencia, envío de las mismas a la entidad emisora, toma de razón por parte de ésta, expedición de nuevos extractos, etcétera.

Como es fácil comprender, a medida que iban aumentando los títulos en circulación y el volumen de contratación se iba produciendo un retraso en los plazos de liquidación, que se establecían en el artículo 67 del Reglamento de las Bolsas de Comercio en siete liquidaciones para los valores al portador y quince liquidaciones para los valores nominativos. Se iba formando un atasco o cuello de botella que hubiese significado, sin duda alguna, un colapso en la liquidación de no haberse procedido por parte de las autoridades bursátiles a la adopción de una serie de medidas parciales, como la creación del SERLIDE (Servicio de Liquidación de Derechos) y del SERLIVAL (Servicio de Liquidación de Valores), para evitar la tradición manual y la documentación numérica de los cupones, y para conseguir una regularidad en la liquidación, con la intervención de la junta sindical en la determinación de las partidas a liquidar.

Estas medidas de mejora culminaron con el diseño y aprobación de un nuevo sistema de liquidación y compensación de operaciones en bolsa y depósito de valores mobiliarios, regulado en el Decreto 1128/1974, de 25 de abril, con desarrollo posterior en la Orden de 20 de mayo de 1974.

La reforma del sistema de liquidación del año 1974 trata de avanzar en los siguientes aspectos:

a) Evitar trabajos innecesarios como consecuencia de la repetición de operaciones y, sobre todo, de la manipulación física de los títulos. (Los liquidadores todavía recuerdan las sesiones interminables de corte de cupones con tijera en las ampliaciones de capital o para el cobro de dividendos).

b) Limitar el aumento progresivo de las posibilidades de errores que se producirían, al repetirse la transcripción de datos y existir numeración específica de los títulos.

c) Facilitar la contratación bursátil agilizando la liquidación, sin mermar el régimen de garantías jurídicas y económicas de los titulares de valores mobiliarios.

Para conseguir los avances antes mencionados, el sistema de liquidación del año 1974 recogió varias ideas inspiradoras del desarrollo técnico en él contenido, y que son en esencia las siguientes:

a) Fungibilidad de los títulos del sistema: dentro del sistema los títulos son sustituibles entre sí.

b) Limitación funcional de la numeración: el sistema entrega cualquier título que tenga los mismos derechos políticos y económicos. Con ello se elimina la necesidad de su numeración.

c) Inmovilidad física de los títulos: no estando los títulos diferenciados por su numeración, se reduce al mínimo su movimiento físico. Sólo se entregan o reciben los saldos de altas y bajas en los depósitos.

Quedaban incorporados al sistema los agentes de cambio y bolsa y las juntas sindicales, siendo entidades adheridas de forma voluntaria los bancos y las cajas de ahorro.

En cuanto a los valores susceptibles de inclusión en el sistema, habían de ser títulos al portador (o nominativos con autorización de la emisora), admitidos a cotización oficial, que estuviesen en posesión de una entidad adherida o bajo custodia de un agente de cambio y bolsa, y que no se hallasen afectos por cualquier condición o circunstancia que impidiese su tratamiento como fungibles.

Decidida por la junta sindical la inclusión en el sistema, las entidades adheridas debían enviar la numeración de los títulos incluidos y una relación de los depósitos constituidos en ellas, así como el número de títulos que comprendían, asignando a sus depósitos y a sus carteras de títulos incluidos en el sistema unas claves cifradas denominadas «referencias técnicas». Posteriormente, las juntas sindicales asignaban a cada una de las compras que se producían tras la inclusión una referencia técnica que, junto a las RTs que las entidades adheridas asignaron a sus depósitos, posibilitaban más tarde la liquidación de las ventas.

Para atender a las necesidades de liquidación de los títulos sometidos a este nuevo sistema, cada junta sindical organizó su propio servicio de liquidación y compensación que llevaba el control de los títulos, así como el registro y seguimiento contable de las operaciones.

En dicho servicio se abrían cuentas independientes de efectivo y de títulos que se cancelaban en distintos momentos. Así, se abrieron a cada agente mediador o entidad adherida cuentas de movimientos de título por cada clase de valor, y en ellas se les abonaban y cargaban, respectivamente, el número total de títulos comprados y vendidos en cada sesión de bolsa. Posteriormente, la liquidación multilateral establecida periódicamente por la junta sindical fijaba por compensación los saldos finales, deudores o acreedores, en efectivo y por cada clase de valor. Se entendían entregados y recibidos los títulos valores cuando se verificaban

las anotaciones contables de abono y cargo por el servicio de liquidación y compensación de la bolsa correspondiente.

Este esquema general de actuación venía complementado por otras mejoras destacadas:

- El ejercicio de los derechos incorporados a los títulos incluidos en el sistema dejaba de exigir la presentación física de los mismos, que podía sustituirse por la relación numérica de los depositados en cada entidad adherida o de los custodiados por cada agente de cambio y bolsa. En la liquidación relativa al día en que se pagaba un dividendo, cupón o cualquier otro derecho económico, se abonaba o cargaba a cada entidad adherida, junta sindical o agente de cambio y bolsa, el importe de los dividendos, cupones o derechos que correspondían a los títulos de que fuesen acreedores o deudores.

- En la formalización de las operaciones ya no era precisa la individualización de los títulos por su numeración. La póliza de operaciones al contado mencionaba, en su lugar, la referencia técnica que le asignaba el servicio de liquidación de cada bolsa.

- Fue creado por las juntas sindicales un organismo de enlace entre sus respectivos servicios de liquidación, denominado Servicio de Coordinación de las Bolsas Españolas. Dicho Servicio realizó un enorme esfuerzo de relación entre los distintos archivos de referencias técnicas y datos cruzados. Gracias a él se pudieron detectar y reducir los descuadros que se iban produciendo en el sistema y, además, se pudo generalizar la operatoria cruzada entre dos bolsas de valores, al poderse vender en una bolsa títulos comprados en otra distinta con un menor riesgo de resultar «atrapado» en una liquidación. Esto supuso, sin duda, un gran impulso para las operaciones de arbitraje, con las ventajas que éste conlleva como mecanismo «igualador» de precios, permitiendo además la llegada de «papel» a los mercados con escasez en cuanto a la oferta de títulos, como era generalmente el caso de las bolsas periféricas.

3. EL PROBLEMA DE LOS TITULOS NOMINATIVOS

La reforma de la liquidación del año 1974 supuso, sin duda, un notable avance para nuestro mercado, aprovechándose las ventajas de la informática. En la práctica se consiguió la desmaterialización de los títulos al portador, logrando para éstos una enorme reducción en los plazos de liquidación

y, sobre todo, un conocimiento previo y cierto de estos plazos.

Así, por ejemplo, en el caso de la Bolsa de Madrid, la fecha de liquidación de efectivo (cobro de una venta o pago de una compra) ha sido desde entonces el último día de la semana siguiente a aquella en que se efectuó la operación. En cuanto a la justificación de RTs en una venta, ésta debe efectuarse hacia la mitad de la semana siguiente a aquella en que se efectuó la venta. De no hacerse así, se entraría en período de recompra por parte de la junta sindical (hoy sociedad rectora), que ejecutaría lo establecido en el artículo 77 del Código de Comercio y en el artículo 165, en relación con el 17.g), del Reglamento de Bolsas de Comercio de 30 de junio de 1967, que aún son de aplicación en esta materia.

Esta homogeneización de los plazos de liquidación, unida al control de las operaciones pendientes de liquidar, es una enorme e indiscutible ventaja del sistema de liquidación entonces establecido.

No obstante, aunque el sistema de liquidación del año 74 preveía como posibilidad la inclusión en el mismo de los valores nominativos, sin embargo, en la práctica, ninguna emisora dio su consentimiento para la inclusión de sus acciones en el sistema, por cuanto ello suponía una cierta pérdida de control sobre las transmisiones que tenían por objeto las acciones de la sociedad.

Aun así, las distintas bolsas trataron de mejorar sus sistemas de liquidación sobre valores nominativos, consiguiendo eliminar transcripciones de numeración al exigir a las entidades depositarias vendedoras la entrega de soportes magnéticos con el detalle de sus ventas, con su numeración incluida. Por otra parte, también se acortaron los plazos, al suprimirse los extractos provisionales entregándose a las setenta y dos horas los extractos definitivos, con lo que se agilizó la liquidación a los compradores.

Pero, a pesar de todo, el plazo mínimo de liquidación de estos títulos venía siendo de tres semanas, lo que resultaba un obstáculo para la incorporación de los títulos nominativos al mercado continuo, que lógicamente agravaría el problema al cruzarse en él operaciones entre miembros de los cuatro mercados.

Para facilitar la incorporación de los títulos nominativos al sistema bursátil interconectado a lo largo de 1990, y avanzar en la dirección de la orientación dada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en lo que se refiere a la implantación del futuro sistema de liquidación y compensación, se

aprobó, por parte de las bolsas y las entidades emisoras, una «Propuesta de incorporación de valores nominativos al sistema de fungibilidad del Decreto de 25 de abril de 1974». Sigue los mismos procedimientos del actual sistema de fungibilidad, modificándolos en aquellos aspectos que sean exigidos por la particular naturaleza de los títulos nominativos y su peculiar régimen jurídico.

Los principales beneficios que se pretendían conseguir con esta incorporación de los valores nominativos al sistema fungible eran los siguientes:

- Agilizar su proceso de liquidación disminuyendo los plazos medios al reducirse los plazos del sistema nominativo (tres semanas) a los plazos estándar del sistema fungible (siete días).
- Avanzar hacia la seguridad de liquidación en fechas predeterminadas.
- Disminuir los costes operativos del sistema por la eliminación de los extractos físicos y su manipulación.
- Mayor racionalidad operativa y funcional, al integrar en un único sistema de liquidación a los valores nominativos y al portador.
- Avanzar, gracias a esta homogeneización, en la mejora del sistema fungible, sustituyendo los envíos físicos de cintas por transmisiones de ficheros, etcétera.
- Actualizar de forma más ágil los registros de accionistas que llevan las emisoras.

Las modificaciones sustanciales que se introdujeron en los anteriores procedimientos de liquidación, de valores nominativos, para mantener la filosofía del sistema de fungibilidad fueron las siguientes:

- a) Fungibilidad de los valores y desaparición de los extractos físicos individualizados, así como de la adscripción de las numeraciones a las operaciones que se realizan sobre las acciones incluidas en el sistema.
- b) Incorporación al sistema de las numeraciones, adscribiéndolas a extractos globales a favor de cada entidad depositaria.
- c) Utilización de referencias técnicas asociadas a los datos del accionista en el registro de la emisora.
- d) Normalización de la estructura de la referencia técnica del nominativo, puesto que esta RT, además de servir a la liquidación bursátil y al depósito, debe permitir a la emisora cubrir los requisitos de inscripción en su registro de accionistas, como

dato identificativo que sustituiría al anterior número de extracto.

e) Intercambios de información entre las bolsas y cada emisora que se canalizarán a través de un solo punto (una de las sociedades rectoras). Era precisa la interconexión entre las cuatro sociedades rectoras a través de un sistema de teleproceso de ficheros. También había que establecer un sistema de conexión similar entre cada una de las sociedades emisoras y la sociedad rectora centralizadora.

El procedimiento operativo comprende la presentación por parte de los miembros del mercado de su justificación de referencias técnicas. Se chequean éstas y el número de títulos con los ficheros de las distintas sociedades rectoras. La sociedad rectora centralizadora envía a la sociedad emisora un fichero de «Referencias Técnicas a verificar», que contendrá las RTs y número de títulos considerados como válidos por las bolsas, acompañados de los nombres de vendedores comunicados en las operaciones de venta. La sociedad emisora, a su vez, procede a chequear los títulos vendidos con los que tiene asignados a las correspondientes RTs en su registro de accionistas. Posteriormente se genera por las sociedades rectoras el estado de liquidación, una vez validadas las RTs y número de títulos por la emisora.

f) Se mantiene la cuenta de liquidación sin modificaciones, integrándose tanto por los valores nominativos como al portador.

g) Por último, se establece para los títulos nominativos la emisión de un «Acta Múltiple de Transferecia» por parte de la sociedad rectora que centralice las relaciones con la emisora. Este Acta se genera a partir de todas las compras y todas las ventas presentadas a liquidación que hayan sido remitidas por todas las bolsas a la sociedad rectora centralizadora. Su finalidad es permitir a la emisora proceder a dar las altas y bajas en el registro de accionistas.

La implantación del sistema de fungibilidad a los títulos nominativos está siendo un éxito. A lo largo de 1990 se han ido incorporando al mercado continuo gran cantidad de valores nominativos, previa autorización de las emisoras, y de manera casi paralela se han ido incorporando al sistema fungible. Sobre todo, era importante la incorporación de los valores bancarios al nuevo sistema de contratación para el respaldo definitivo de éste, y hay que destacar el alto grado de colaboración que, desde el primer momento, presentaron los bancos, que permitieron a partir de octubre de 1990 la incorporación de sus títulos al sistema de fungibilidad, con-

siguiéndose con ello una fuerte reducción en los plazos medios de liquidación en la bolsa española, lo cual ha mejorado, sin lugar a dudas, la imagen de nuestro mercado. No podemos olvidar que la crítica generalizada de los inversores extranjeros hacia la lentitud en la liquidación en la bolsa española no era sino una crítica indirecta a la liquidación de los valores bancarios, dada su fuerte proporción en la capitalización bursátil de nuestro mercado y su más lenta liquidación por tratarse de valores nominativos no incluidos anteriormente en el sistema de fungibilidad.

Para ser justos hay que decir, no obstante, que los bancos, conscientes de estos problemas, habían establecido hace años, para la operatoria con inversores institucionales extranjeros, un sistema de liquidación paralelo al de la Bolsa, denominado *rapport*, en el que el propio banco aseguraba el cumplimiento de un corto plazo de liquidación tanto en la compra como en la venta, con independencia del plazo que exigiese la liquidación de bolsa. Esta seguridad en el calendario de liquidación facilitada por el sistema de *rapport* fue uno de los elementos básicos que permitieron el mantenimiento por parte de los extranjeros de un cierto nivel de confianza en nuestro mercado, incluso después del *crack* de 1987.

4. DESCRIPCION DEL NUEVO SISTEMA DE LIQUIDACION DE OPERACIONES BURSATILES

Como señalábamos anteriormente, el desarrollo lógico de la reforma de nuestro mercado de valores exige que se aborde en el momento actual la reforma de la liquidación bursátil.

La Ley del Mercado de Valores de 28 de julio de 1988 contenía, en este sentido, dos novedades importantes que afectaban a la liquidación de las operaciones de bolsa:

1) *Anotaciones en cuenta*: en los artículos 5 y siguientes de la Ley se establece que «los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta».

2) *Servicio de Compensación y Liquidación*: en el artículo 54 se señala que: «Se constituirá una sociedad anónima que, con la denominación de Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, tendrá por funciones:

— Llevar el registro contable correspondiente a valores admitidos a negociación en las bolsas de valores y representados por medio de anotaciones en cuenta.

— Gestionar, en exclusiva, la compensación de valores y de efectivos derivadas de la negociación en las bolsas de valores».

Pues bien, a los pocos meses de la entrada en vigor de la Ley, la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha desarrollado un trabajo en paralelo que, siguiendo las directrices establecidas por el legislador y atendiendo a las recomendaciones del Grupo de los Treinta (2), va a permitir que, a lo largo de 1992, si se cumplen las previsiones, lleguemos a disponer de uno de los sistemas de liquidación más avanzados a nivel internacional.

Este trabajo en paralelo ha consistido, por una parte, en elaborar un «Real Decreto sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles», y por otra, en avanzar en el diseño técnico del nuevo sistema de liquidación.

Los objetivos del diseño técnico del nuevo sistema de liquidación son dos: eficiencia y seguridad. Para mejorar la eficiencia (lo que supone conseguir una mayor economía en los costes y en el trabajo de los miembros del mercado y entidades adheridas en la realización de sus funciones) se propone la desmaterialización de los valores mediante la anotación en cuenta. El objetivo de seguridad inspira el intentar conseguir una liquidación diaria en cinco días (D + 5), disminuyendo así los importes acumulados pendientes de liquidar. También es la razón de la utilización de la figura del préstamo de valores como método de cobertura para operaciones que no se consigan liquidar en el plazo requerido.

La anotación en cuenta se constituye como uno de los pilares del nuevo sistema, puesto que el RD la exige como «condición necesaria para la admisión a negociación en bolsa de un valor». La llevanza del registro contable de los valores admitidos a negociación en bolsa corresponderá al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, a cuyo cargo estará el registro central, y a las entidades adheridas al mismo.

En el Servicio de Liquidación se llevarán cuentas que reflejen el saldo que cada entidad adherida mantenga en cada tipo de valor, y a su vez, en los registros contables de las entidades adheridas se llevará cuenta con referencia a cada valor del saldo que corresponda a cada titular. El saldo de posición de los valores depositados en una entidad adherida estará descompuesto en registros más elementales que se corresponderán con operaciones de compra, inclusiones y altas por otras operaciones, y que vendrán identificados mediante un

código denominado RR o referencia de registro. La relación de RRs se actualizará a través de la justificación de ventas, exclusiones u otras bajas.

Tanto los actuales valores nominativos, como los al portador, se representarán a través de anotaciones en cuenta. Sin embargo, a efectos de mantener el servicio actualmente ofrecido a las entidades emisoras de valores nominativos, se les seguirá comunicando por parte del Servicio de Compensación y Liquidación la identificación de los titulares de las compras y ventas de sus valores. Este servicio les permitirá seguir manteniendo su registro de accionistas al día.

Pieza básica del sistema es también, junto con la anotación en cuenta, el Servicio de Liquidación y Compensación. Se trata de una sociedad anónima cuyo capital se repartirá de la siguiente forma:

- 40 por 100 entre las sociedades rectoras, en función de su respectivo volumen de contratación (con posibilidad también de incluir a aquellos miembros del mercado independientes que hubiesen manifestado su deseo de estar representados en el capital de forma directa).
- 60 por 100 entre las entidades adheridas (bancos y cajas). Entre ellos se reparte en función de su cuota respectiva en la liquidación. Para el reparto se considera a cada grupo financiero como un todo, incluyendo a la casa matriz, filiales y sociedades de valores.

La razón que ha facilitado la Comisión Nacional del Mercado de Valores para este reparto accionario es que las entidades adheridas realizan actualmente más del 75 por 100 de la liquidación, y por otra parte, también son los bancos y cajas quienes más tendrán que invertir para posibilitar que sus equipos y sistemas de liquidación se adapten a los exigidos por el registro central de anotaciones en cuenta para valores bursátiles.

Aunque este registro central, así como las funciones automáticas relacionadas con esta información, serán centralizadas en el Servicio de Compensación y Liquidación, sin embargo se pretende una descentralización del servicio a las entidades. Así, se constituirán oficinas locales del Servicio con el fin de que las entidades, tanto liquidadoras como emisoras, puedan recibir una atención personalizada en cada plaza bursátil. Se trata de que la liquidación se produzca en la plaza correspondiente y de que la relación entre el miembro del mercado con su mercado sea equiparable en las cuatro bolsas. Estas oficinas locales del Servicio canalizarán el acceso de las entidades que operan en cada plaza al sistema central y tratarán de aprovechar,

en la medida de lo posible, los recursos actualmente destinados por las rectoras a sus funciones de liquidación. Las funciones de estos servicios locales incluirán la entrada de datos de entidades asignadas, el control y seguimiento de incidencias en las operaciones, la recogida y distribución de cintas magnéticas, etcétera.

En cuanto al mecanismo y los plazos de liquidación, ésta se realizará de forma continua, liquidando en base diaria (la liquidación correspondiente a cada día de la bolsa tendrá lugar un número prefijado de días después). El objetivo propuesto inicialmente por el Comité Técnico ha sido un plazo de cinco días hábiles (D + 5). No obstante, y con carácter previo, se transformará la liquidación por períodos contables semanales en liquidación diaria, sin acortar los plazos medios actuales ni los períodos de recompra, con la finalidad de permitir a las entidades adaptarse a los nuevos procedimientos.

Otro aspecto importante es que en el mismo día de la contratación deberá cuadrarse ésta por parte de las rectoras (cierre de la contratación en D), debiéndose ceder al Servicio de Liquidación antes de las veintiuna horas de D los registros que identifiquen los importes, títulos y cambios de las ejecuciones de compra o venta realizadas por los miembros de su mercado. Sólo dos posibles tipos de operaciones referidas todavía a la contratación en D pueden ser cedidas por las rectoras al Servicio antes de las diez horas de D + 1: las operaciones realizadas fuera del mercado y las anulaciones de supervisión del mercado continuo.

En lo que se refiere al desglose de las operaciones por parte de los miembros del mercado, el plazo normal para comunicarlo a las rectoras expira a las diecinueve horas del día D + 2, considerándose que, desde ese momento hasta la misma hora de D + 3, se continuará en disposición de recibir desgloses, pero con el fin de que este segundo plazo sea aprovechado para la justificación retrasada de operaciones o rectificaciones a desgloses anteriores. En ningún caso los desgloses o las rectificaciones a desgloses pueden alterar el cuadro previo de la contratación.

Este desglose de las ejecuciones realizadas en el mercado ha de hacerse en forma de operaciones individualizadas por clientes y con identificación de la entidad adherida que realizará la liquidación. Podrá ser presentado el desglose de forma continua, es decir, a medida que se disponga de la identificación de los clientes y, por tanto, sin concentrar toda la comunicación en el último momento, sino aprovechando todo el plazo antes mencionado.

Por su parte, las rectoras deberán comunicar al Servicio de Compensación y Liquidación los desgloses recibidos, también de forma continua y en el menor plazo de tiempo posible. Junto con la descripción de cada operación desglosada, las rectoras añadirán un código adicional de operación que tendrá el mismo formato que el de la referencia de registro y coincide con ser la propia RR cuando se trata de compras. Esta RR asignada por la rectora deberá ser considerada como provisional mientras la compra no sea definitivamente liquidada.

Las rectoras adaptarán sus sistemas de comunicación con las entidades financieras, y en particular con los sistemas de *routing*, tanto para aprovechar la captura de órdenes como operaciones de desglose, evitando la doble entrada de información, como para informar de la ejecución de órdenes y asignación de referencias de registro simultáneamente.

En general, el nuevo sistema, tal como ha sido diseñado por el Comité Técnico Asesor, propugna una interconexión electrónica entre las entidades participantes y el Servicio de Compensación y Liquidación, de tal forma que la transmisión mutua de información se realice a través de líneas de comunicación en lugar de entregar cintas magnéticas, consiguiéndose de esta manera un mayor grado de automatismo, con la consiguiente eficiencia, agilidad y seguridad en el tratamiento de la información. Se pretende establecer para ello una red de comunicaciones que interconecte a los miembros del mercado, entidades adheridas, emisoras, rectoras y al propio Servicio de Compensación y Liquidación.

Otra novedad que presenta el sistema de liquidación, en la línea de las recomendaciones del Grupo de los Treinta, es la figura del préstamo de valores para evitar las recompras en las ventas sin justificar. Las entidades adheridas liquidadoras de las ventas deberán justificar éstas mediante la presentación de las referencias de registro que identifiquen los valores vendidos. Esta justificación deberá realizarse antes de las diecinueve horas del día D + 4. Pues bien, cuando una entidad que tuviera ventas pendientes de justificar considere que no va a llegar a tiempo para cumplir con su liquidación, podrá solicitar al Sistema de Compensación y Liquidación la asignación de un préstamo de valores para cubrir dichas operaciones. Se pretende evitar la recompra o añadir inflación de valores al sistema.

Podrán tener la condición de prestamistas las entidades adheridas con sus valores o los de sus

clientes, previo contrato entre ambos para poder ser utilizados por el Servicio, y de esta manera poder prorrogar la justificación de ventas. Se considerará que el prestatario de los valores es el propio Servicio de Compensación y Liquidación, debiendo ser éste el responsable de devolver los valores originales a las entidades prestamistas cuando sus valores queden liberados por la correcta justificación de las operaciones vencidas.

La asignación de préstamo supondrá para el Servicio el cobro de una comisión fija a la entidad a la que se le aplique. Por otra parte, las entidades que cedan valores como prestables podrán marcar una remuneración exigible, que se establecerá como un tipo de interés diario sobre el importe, que a su vez se calculará como producto del número de valores prestados por el precio medio ponderado de la cotización del valor en el día en que el préstamo entra en vigor. La liquidación de los intereses del préstamo se realizará a su vencimiento.

Por último, en aquellas operaciones de venta no justificadas que no puedan ser amparadas en un préstamo de valores por carecer el sistema de suficientes valores prestables, al igual que en aquellas cuyo préstamo hubiere expirado sin ser justificadas las ventas, serán reconducidas a la compra.

Hasta aquí la breve descripción del nuevo sistema de liquidación basado en el estudio del Comité Técnico Asesor.

En cuanto al calendario de actuaciones que este Comité Técnico y la propia Sociedad Promotora del Servicio de Liquidación han establecido para poner en marcha el sistema, podríamos destacar las siguientes fases:

a) *A lo largo de 1991:*

- Constitución de la Sociedad Promotora del Servicio de Compensación y Liquidación.
- Finalización del diseño del sistema y dimensionamiento del servicio de coordinación, que pasará a integrarse en el Servicio de Compensación y Liquidación.
- Interconexión informática de las rectoras entre sí, de las rectoras con el Servicio de Coordinación y de los miembros del mercado y entidades adheridas con las sociedades rectoras.
- Implantar para esta conexión un procedimiento estándar de transferencia de ficheros, suspendiendo en la medida de lo posible el intercambio de información a través de soporte magnético.

- Intentar la liquidación en D + 7, como paso previo al objetivo final de D + 5.

- Centralización de ficheros en el servicio de coordinación, que pasará ulteriormente a transformarse en Registro Central de Anotaciones en Cuenta.

b) *Durante 1992:*

A partir de marzo se prevé el inicio del funcionamiento del sistema, operando ya en la modalidad de anotaciones en cuenta.

5. ANALISIS DEL NUEVO SISTEMA DE LIQUIDACION DESDE LA PERSPECTIVA DE UN MIEMBRO DEL MERCADO

Es indudable que, desde el punto de vista de la eficiencia, la reforma del sistema de liquidación va a ser la de más trascendencia de todas las realizadas en nuestro mercado de valores desde la publicación de la Ley de 28 de julio de 1988. Con las anotaciones en cuenta y la liquidación en cinco días de las operaciones bursátiles, nuestro mercado va a disponer de uno de los sistemas más rápidos y eficaces del mundo. Ello nos permitirá competir incluso con los sistemas de liquidación más avanzados que se están desarrollando en mercados aparentemente más potentes, como son los casos del sistema TAURUS (Transfer and Automated Registration of Uncertified Stock) en la Bolsa de Londres y el RELIT (Règlement et Livraison de Titres) en la Bolsa de París. De hecho, las fuertes inversiones que están llevando a cabo estos mercados en sus sistemas de liquidación tienen como razón el miedo a que mercados más pequeños como el nuestro, pero con sistemas de liquidación más rápidos y eficaces puedan acceder, gracias a ello, a una mayor cuota en el inevitable futuro mercado europeo de valores.

Desde la perspectiva de un miembro del mercado, la reforma de la liquidación presenta enormes ventajas, aunque no dejan de existir algunas sombras, que han sido puestas de manifiesto por la Asociación del Mercado de Valores. Pasamos a exponer a continuación unas y otras.

a) *Ventajas del nuevo sistema de liquidación*

- Se consigue seguridad en el calendario de liquidación, tanto para títulos nominativos como al portador, y paralelamente se produce un acortamiento radical en los plazos de liquidación. Ello va a redundar necesariamente en una mayor agilidad

en la contratación, favoreciendo el incremento del volumen intermediado en nuestro mercado.

- Tanto la seguridad como el acortamiento de los plazos de liquidación son dos puntos fuertes que favorecerán el incremento de la inversión extranjera en nuestra bolsa. De una parte, atraeremos más inversión especulativa que busca entrar y salir con rapidez, pasando de un mercado a otro, aprovechando las coyunturas bursátiles. De otra, la inversión institucional va a sentirse más segura. Los gestores de fondos podrán mantener una mayor proporción de un capital invertido en el mercado, reduciendo la proporción de liquidez que necesitan para hacer frente a posibles solicitudes de reembolso de las participaciones. Pueden así luchar mejor contra el índice en épocas de bolsa alcista.

- El menor volumen pendiente de liquidar hace que sea menor el riesgo del sistema.

- Se producirá una reducción de los costes administrativos como consecuencia de la mayor racionalidad en los procedimientos, evitando duplicidades y aprovechando tratamientos de información ya efectuados. También, como consecuencia de la desaparición física de los títulos, se consiguen economías en cuanto a los espacios para depósito de los mismos, evitándose los descuadros que se daban en el sistema anterior.

- La interconexión informática entre los miembros del mercado, las rectoras y el Servicio de Compensación y Liquidación va a suponer mejorar la eficiencia, agilidad y seguridad en el tratamiento de la información, disminuyendo la posibilidad de errores.

- Las oficinas locales del Servicio de Compensación y Liquidación van a permitir una cercanía del servicio a los miembros del mercado, entidades adheridas y emisoras.

Al liquidarse en la plaza correspondiente se va a posibilitar que se preste en cada bolsa la misma calidad de servicio. La relación entre los miembros del mercado y la bolsa a la que cada uno pertenezca podrá ser equiparable en Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia. De igual modo, las entidades adheridas podrán liquidar en varias oficinas del servicio o en una sola, manteniendo con ella una relación unificada para el control de toda su liquidación. Ello amplía el abanico de opciones de las entidades adheridas a la hora de diseñar su estructura funcional de liquidación.

- El mecanismo del préstamo de valores en caso de no justificación a tiempo de las ventas es menos costoso que la recompra para el miembro

del mercado que no cumple en plazo. Además, se contribuye con él a evitar añadir inflación de valores al sistema.

Pero además resultará más difícil no llegar a justificar las ventas, al evitarse los tradicionales retrasos que se daban en los traspasos de títulos o RTs.

- La posibilidad de incorporarse a este sistema de sus títulos va a potenciar el mercado de renta fija en bolsa, todavía poco importante, hasta su próxima contratación informatizada, que se verá complementada con una más rápida y menos costosa liquidación.

- Queda a salvo la seguridad jurídica de las transmisiones de valores representados por medio de anotaciones en cuenta al establecerse, en el Real Decreto, los principios de irreivindicabilidad de los valores adquiridos a título oneroso de titular legítimo según los asientos del registro contable y de legitimación registral, rigiéndose los registros contables de valores anotados por los principios de prioridad y tracto sucesivo.

b) *Los puntos oscuros del nuevo sistema de liquidación* deben ser objeto de estudio por parte de los diseñadores del sistema para intentar, en la medida de lo posible, minimizar su incidencia negativa en los miembros del mercado para conseguir el máximo consenso en la aplicación de este instrumento de mejora de la competitividad de nuestro mercado.

Entre estas sombras del sistema podemos señalar las siguientes:

- Al ser la liquidación diaria y tener lugar ésta un número de días prefijado posterior a la ejecución (probablemente D + 5) se imposibilita la práctica de operar sin desembolsar (también denominada como «semaneo»). Esta práctica, muy usual en nuestro mercado (y legal si la compra es anterior a la venta) consiste en operar comprando al inicio de la semana y vendiendo dentro de ella, liquidando a la semana siguiente por diferencias.

Las operaciones que hemos descrito suponen al cabo del año un volumen importante, con lo que inicialmente la introducción del nuevo sistema de liquidación podría suponer por este motivo una reducción del volumen de contratación, sobre todo por parte de los pequeños clientes. Es labor de los miembros del mercado el reorientarles hacia los mercados de opciones y futuros, que permiten también operar con un desembolso inicial parcial.

- El plazo máximo previsto para el desglose de operaciones puede ser insuficiente para las operaciones de clientes extranjeros. En ellas suele existir

una larga cadena de intervinientes: gestor de fondos, *broker* extranjero, *nominee*, *broker* nacional y depositario. El número de órdenes cursadas y confirmaciones es largo y a veces existen diferencias horarias de por medio. De aquí que sea necesario un período de comprobación para analizar el tiempo mínimo exigido para el desglose de este tipo de operaciones y un período de adaptación al acortamiento de los plazos de liquidación, sin que se incrementen los riesgos de recompra.

De hecho, aunque el objetivo sea D + 5, el Comité Técnico Asesor pretende una «adaptación no traumática», que se trata de conseguir mediante «la transformación de la liquidación por períodos contables semanales en liquidación diaria, antes de la implantación definitiva del nuevo sistema, y sin acortar los plazos medios actuales ni los períodos de recompra, con la finalidad de facilitar la adaptación de las entidades a los nuevos procedimientos».

- El traspaso de gran parte de las funciones de liquidación al Servicio de Compensación y Liquidación va a suponer la pérdida por parte de las rectoras de una de sus principales fuentes de ingreso. No sólo dejarán de percibir los derechos de liquidación que se exigen en cada operación, sino que, además, dejarán de rentabilizar las cantidades que siempre quedaban retenidas temporalmente en un proceso de liquidación como consecuencia de los retrasos en la entrega de títulos o referencias técnicas.

Aunque resulta difícil, es necesaria la imaginación en la búsqueda de ingresos alternativos para las rectoras que les permitan acometer los proyectos técnicos que un mercado dinámico exige, procurando no incrementar el coste de las operaciones, lo que restaría competitividad a nuestro mercado.

- Se ha solicitado por parte de la Asociación del Mercado de Valores la supresión del sistema de penalizaciones a la acumulación de retrasos en la justificación de ventas, que se prevén aunque éstos se deban a problemas administrativos. Las sancio-

nes en estos casos podrían resultar injustas, lo que exigiría la máxima equidad a la hora de aplicar estas penalizaciones.

- Por último, determinados miembros del mercado independientes han criticado la composición accionarial del Servicio de Compensación y Liquidación. Sin embargo, el hecho de que las entidades adheridas detenten la mayoría en el capital del Servicio responde al hecho de que, por un lado, la liquidación en nuestro país está *de facto* «bancarizada», por cuanto los bancos y cajas de ahorro liquidan el 75 por 100 del global, y de otra parte, a la circunstancia de que son estas entidades adheridas quienes más tendrán que invertir para posibilitar que sus equipos y sistemas de liquidación se adapten a los exigidos por la nueva representación de valores en anotaciones en cuenta.

Todos estos posibles inconvenientes para los miembros del mercado son claramente compensados por las indudables ventajas que ofrece la reforma de nuestro sistema de liquidación. De aquí que estoy seguro de que todas las entidades implicadas —sociedades rectoras, agencias y sociedades de valores y bolsa, sociedades emisoras y entidades adheridas al sistema de liquidación— vamos a colaborar estrechamente para que la puesta en marcha de la nueva compensación y liquidación bursátil sea un éxito. De ello depende el futuro de la bolsa española, a las puertas ya de un mercado europeo de capitales.

NOTAS

(1) El SEAQ es un mercado asistido por ordenador dependiente de la Bolsa de Londres que negocia sobre valores extranjeros. Entre los valores españoles que allí se contratan están: Telefónica, Repsol y Endesa.

(2) El Grupo de los Treinta es un grupo internacional de banqueros y ejecutivos de sociedades de valores que ha elaborado el informe más influyente publicado desde el *crack* de 1987 sobre liquidación y compensación en los mercados de valores. Entre sus recomendaciones se encuentra el sistema de anotaciones en cuenta (*book entry system*) y la liquidación diaria en D + 3 (*rolling three days basis*), así como el cierre de la contratación en el día.