

EVOLUCION HACIA LA ANOTACION EN CUENTA

Agustín MARQUEZ DORSCH

La sustitución de los actuales sistemas de liquidación por un nuevo y único sistema basado en el régimen de inscripción de valores por anotación en cuenta, constituye uno de los aspectos más relevantes de la reforma bursátil española que se encuentra aún en fase de desarrollo. Este artículo se inicia con la exposición resumida de las premisas con las que se ha iniciado el proyecto, expresadas en términos de objetivos y puntos de partida que han condicionado el diseño de la nueva liquidación. A continuación se presentan las características funcionales y tecnológicas más relevantes del sistema, los criterios generales con los que se ha enfocado el plan de conversión y las ventajas que, en conclusión, se desprenden para las entidades que se adhieran al futuro Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

OBJETIVOS

Como ya es sabido, la constitución del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores es uno de los objetivos que se plantean en la Ley del Mercado de Valores del 28 de julio de 1988, por la que se asignan dos funciones básicas a la futura sociedad: la liquidación de los valores y efectivos resultantes de las operaciones de valores con cotización bursátil, y la administración del registro de anotación en cuenta que se constituye en soporte informatizado de la propiedad de los valores en sustitución de los títulos físicos.

La reforma de la liquidación, que parte de la asignación de las dos funciones mencionadas al futuro Servicio de Compensación y Liquidación, está dirigida a la obtención de dos objetivos fundamentales que coinciden con ser los 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 básicos son eficiencia y seguridad, y cualquier otro objetivo adicional de la reforma de liquidación, tal como mejorar la calidad de servicio a las entidades o agilizar los plazos, puede fácilmente ser contemplado como una combinación de los dos primeros en la medida en que contribuye a ellos.

La eficiencia no debe ser entendida como la reducción de costes en la ejecución de los procesos propios de los servicios centrales, tales como los que corresponde a las sociedades rectoras, o el Servicio de Compensación y Liquidación, sino que hay que entenderla 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 las entidades adheridas.

Esta eficiencia se consigue, fundamentalmente, mediante la desmaterialización de los valores, es decir, la anulación de los títulos físicos y su sustitución por registros informatizados; la integración de la liquidación de las cuatro bolsas y la unificación de los diferentes tipos de valores bajo un único sistema; y una mayor rapidez y automatismo en los intercambios de información a través de una estrecha interconexión entre las entidades y el Servicio.

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. Dado que en la futura liquidación el Servicio se interpondrá entre compradores y vendedores constituyéndose en contrapartida única de cada participante, las entidades adheridas dejarán de percibir un riesgo de contrapartida al estar asegurada por el propio Servicio la entrega de valores o de efectivo. Es por esta razón, que el objetivo de seguridad debe ser interpretado como el de introducir medidas de cobertura de riesgo

que protejan al propio Servicio de los posibles incumplimientos de las entidades compradoras o vendedoras frente a él, entendiendo que con ello se contribuye a mejorar la seguridad del sistema en su conjunto. Las medidas incorporadas en el diseño para mejorar la seguridad del sistema son: la reducción del ciclo de liquidación; la disminución del plazo en el que una operación de venta vencida es llevada a la recompra; el préstamo de valores por entidades adheridas al Servicio con el fin de permitir a éste poner valores a disposición de los compradores, aunque los vendedores hayan incumplido la entrega en el plazo; y el cobro de garantías diarias a entidades deudoras de valores para ajustar el importe retenido a la evolución del precio.

Las reducciones de los plazos, como medida para aumentar la seguridad del sistema, obedecen no sólo a la intención de disminuir los riesgos derivados de la acumulación de posiciones deudoras y de la oscilación de los precios en el mercado, sino también a la agilización del cierre de las posiciones contables en relación con cada día de contratación, que a su vez redundará en una más rápida disposición de los titulares a ejercitar sus derechos frente a las emisoras en relación con pagos de dividendos, ampliaciones u otras operaciones financieras.

PUNTOS DE PARTIDA EN EL DISEÑO DEL SISTEMA

La experiencia ganada en la evolución de los diferentes sistemas de liquidación, en particular el sistema de fungibilidad en España, la tendencia a la globalización e interconexión de los mercados, y la creación de diversos organismos o grupos de trabajo internacionales, especialmente el Grupo de los Treinta con sus recomendaciones, han sido factores que han contribuido a crear estándares universalmente aceptados en relación con la liquidación.

Por esta razón, el diseño del nuevo Sistema de Liquidación por Anotación en Cuenta parte de una base suficientemente consolidada de soluciones ya establecidas y asumidas universalmente, lo que no sólo facilita el análisis del problema, sino que también contribuye a reducir el riesgo en la implantación del proyecto. A continuación se exponen los puntos de partida más destacables que han sido recogidos en el diseño del sistema y que proceden de la experiencia acumulada de los mercados y de las recomendaciones internacionales:

- *La desconexión entre numeración y titular.* Esta característica es la que formalmente confiere a los valores el carácter de fungible, entendiéndose que todos los títulos que participan en una misma emisión representan los mismos derechos frente a la emisora. Es precisamente la introducción de esta propiedad en el actual sistema de liquidación español lo que nos ha permitido evolucionar en la racionalización de los intercambios físicos entre entidades depositarias, ya que, al ser todos los títulos de una emisión iguales, los traspasos físicos de papel pueden realizarse por las posiciones netas acumuladas durante un período de tiempo.

- *La desmaterialización de los títulos con la creación de una Central de Anotación en Cuenta.* Mediante esta condición, los valores dejan de estar respaldados por títulos físicos, perdiendo, por lo tanto, significado la generación y asignación de numeraciones, ya que cada titular tiene un saldo de valores en lugar de una serie de ejemplares individualizados. El control de los saldos agregados correspondientes a las entidades adheridas debe ser realizado por una única Central de Anotación en Cuenta, con el fin de facilitar el control y cuadro del sistema en su conjunto.

- *La desconexión entre comprador y vendedor.* El Servicio de Liquidación debe desempeñar la función de cámara de compensación, constituyéndose, por lo tanto, en contrapartida única y centralizada de cada participante con posiciones compradoras o vendedoras, y deshaciendo en consecuencia la relación bilateral que une a éstos entre sí como resultado del acto de la contratación. Esta desconexión entre los agentes participantes, junto con la introducción de medidas de cobertura del propio Servicio, contribuye a eliminar el riesgo de contrapartida que de otra manera percibiría cada parte liquidadora, generando en consecuencia un valor añadido adicional al de la mayor eficiencia que se deriva de la simplificación del número de interlocutores.

- *La liquidación en régimen diario.* Mediante una liquidación continua, en la que la contratación correspondiente a un día es liquidada un número de días constantes después, se consigue, por una parte, menores plazos de liquidación y menores acumulaciones de posiciones pendientes de liquidar; y, por otra parte, un equilibrio en las cargas de trabajo diarias que corresponde realizar a cada participante en la liquidación.

- *La entrega contra pago con misma fecha valor de las operaciones.* El Servicio de Liquidación debe asegurarse que la entidad liquidadora realiza el pago o la entrega de valores antes de proceder a

abonarle los valores o efectivos correspondientes, siendo la fecha valor de la liquidación la misma para el conjunto de las entidades. Es, precisamente, la conexión informática entre el Servicio y el Banco de España la que debe favorecer la aplicación de esta condición, al centralizarse la generación de los apuntes de efectivos sobre las cuentas de tesorería de las entidades adheridas, en lugar de que las transferencias de fondos queden delegadas a las partes implicadas.

CARACTERÍSTICAS FUNCIONALES DE LA NUEVA LIQUIDACION

El diseño funcional del sistema de liquidación define las funciones detalladas que deben realizarse en el Servicio de Compensación y Liquidación, así como los flujos de información que deberán enlazar a éste con las entidades adheridas. Se exponen a continuación, ordenados en forma de diversos apartados, los criterios generales de diseño que se han aplicado en la definición de tales procedimientos y que parten de los objetivos y puntos de partida que ya han sido presentados.

1. Anotación en cuenta

El régimen de inscripción de los valores mediante anotación en cuenta, en el futuro sistema de liquidación, implica la anulación de los títulos físicos y la sustitución de éstos por registros informatizados. Sin embargo, con el fin de ganar en eficiencia y confidencialidad, se delega a las entidades adheridas el mantenimiento del registro individualizado con los datos de cada titular, reservándose el Servicio de Compensación y Liquidación la responsabilidad de conservar, centralizadamente, los registros que marcan la posición agregada de cada entidad adherida en relación con cada clase de valor.

Con el fin de que esta posición agregada que mantiene el Servicio en relación con cada entidad adherida pueda ser lo más representativa posible, se descompone en forma de diferentes saldos o cuentas, que se clasifican en tres grupos:

- Saldos de anotación en cuenta, que recogen los diferentes estados en los que pueden encontrarse los valores por cada combinación de entidad y clase de valor, y siempre que se trate de valores ya anotados y, por lo tanto, que no puedan estar pendientes de liquidar. Entre estos saldos se incluyen el saldo disponible propio, el disponible por cuenta de terceros, los valores prestables a disposición del Servicio, valores en situación de prestados, bloqueados por operaciones de créditos, pen-

dientes de traspasar, etc. El sistema central deberá asegurar que el conjunto de estos saldos, entre todas las entidades adheridas, iguale el volumen total en circulación de cada emisión.

- Saldos transitorios de la liquidación, entre los que se encuentran tantas cuentas como estados diferentes puede tener una operación bursátil desde que es contratada hasta que se liquida. El conjunto de estas cuentas se genera por cada combinación de entidad adherida y día de contratación al que se refiere el saldo. Las cuentas que se recogen en esta categoría, diferenciando compras y ventas, reflejan la cantidad de valores contratados pendientes de desglosar, desglosados pendientes de confirmar, asignados pendientes de justificar, justificados pendientes de liquidar, así como otras cantidades en situación irregular tales como ventas vencidas pendientes de recomprar, cubiertas por préstamos, etc. En relación con esta categoría de saldos, el sistema deberá controlar que la suma de posiciones transitorias compradoras y vendedoras están permanentemente equilibradas.

- Saldos de efectivos, que agrupan los importes pendientes de abonar o cargar y que, ordenados por diferentes conceptos, se refieren a cada día de liquidación y entidad adherida, con independencia de la clase de valor que origina el apunte. Estas cuentas se mantienen abiertas para diferentes días futuros de liquidación, recibiendo abonos y cargos a medida que se realizan las operaciones que serán liquidadas en esa misma fecha, permitiendo de esta manera a las entidades hacer un seguimiento de la evolución de dichos saldos que, consecuentemente, serán más significativos a medida que se aproxima la fecha de referencia.

La desmaterialización del valor implica la asignación de relevancia jurídica al registro de anotación en cuenta al no existir posesión de títulos físicos, y en particular al registro individualizado mantenido por la entidad adherida, ya que es en éste donde constan los datos de titularidad. Esta circunstancia impone una responsabilidad importante en la correcta conservación y actualización de la información en todas las entidades adheridas, no haciéndose diferenciación a estos efectos entre valores al portador y nominativos. Por esta razón, en el nuevo sistema, el Libro Registro de Accionistas que seguirá manteniendo la emisora de valores nominativos adquiere una importancia secundaria frente al registro de la entidad adherida, siendo sólo este último el que asigna la propiedad del valor al titular que en él se hubiera inscrito.

La estructura del registro en forma de dos niveles, uno agregado por entidad y otro individualiza-

do por titular, exige contemplar los procedimientos necesarios que aseguren la integridad general de la información, siendo imprescindible sincronizar las actualizaciones de los datos que se producen en los dos niveles con el fin de evitar que surjan discrepancias. Se ha pretendido asegurar esta coherencia entre los dos niveles mediante tres medidas:

1. La aplicación de rigor contable en la definición de las transiciones entre estados por los que puede pasar cada operación, con la correspondiente repercusión que ello tiene en los diferentes saldos que componen la posición de una entidad en el Servicio, evitando de esta forma la libre interpretación de los movimientos contables que se producen entre las diferentes cuentas correspondientes a cada entidad adherida.

2. La utilización de cierto solapamiento redundante de información a mantener en ambos niveles que, referida a cada operación elemental de alta de valores en la cuenta de una entidad y en particular a compras e inclusiones, contendrá la cantidad de valores por la que se ha realizado el alta y un código identificativo al que llamaremos referencia de registro o RR. Estos registros de detalle desglosarán, por lo tanto, la posición anotada que mantenga una entidad adherida en cada clase de valor.

Las referencias de registro serán generadas por el Servicio y comunicadas a la entidad correspondiente en las operaciones individuales de alta, y serán presentadas por las entidades al Servicio en las operaciones de baja con el fin de que éste pueda mantener actualizadas las cantidades de valores amparadas en cada momento por cada RR.

Mediante la existencia de esta información redundante en los dos niveles de anotación en cuenta, y la correspondiente obligación de presentar RRs por parte de las entidades adheridas como paso previo a la liquidación de las ventas, se consigue que la entidad adherida liquide la operación a su titular dentro del mismo plazo en que el Servicio le liquida la operación a ella misma, asegurando de esta forma que se produce el deseado sincronismo entre las bajas de valores en ambos registros.

La utilización de estas referencias de registro es aprovechada por el sistema con otras dos finalidades adicionales: facilitar el contraste o arqueo periódico entre la información de detalle que mantiene la entidad adherida y la que consta en el Servicio, y utilizarlo como clave de acceso al libro de accionistas de la emisora en el caso de valores

nominativos cuando se informa a ésta de las operaciones de venta u otras bajas.

3. Por último, se introducirán dos instrumentos de contraste periódico entre la información mantenida por las entidades adheridas y el Servicio, que serán la comunicación diaria de posiciones agregadas y el arqueo anual de referencias de registro. Mediante el primer procedimiento, las entidades recibirán los saldos que componen su posición agregada en el sistema con el fin de que puedan compararlos con los que, con igual criterio contable, puedan elaborar ellas mismas en sus propios sistemas, y así poder realizar una primera identificación de desviaciones a nivel agregado. Con el segundo procedimiento se detectarán posibles discrepancias a nivel de detalle y en relación con RRs concretas.

2. Asignación de operaciones a entidad liquidadora

Los miembros del mercado deberán comunicar a las rectoras el desglose de las ejecuciones realizadas en forma de operaciones individualizadas por clientes y con identificación de la entidad adherida que debe realizar la liquidación. Este desglose podrá ser presentado de forma continua, es decir, a medida que se disponga de la identificación de los clientes y, por lo tanto, sin concentrar toda la comunicación en el último momento, pudiendo utilizar para ello todo el plazo que transcurre desde el comienzo del día D hasta las diecinueve horas del día D + 3, debiéndose reservar el último día para la posible introducción de rectificaciones a desgloses anteriores.

Las rectoras, por su parte, deberán comunicar al Servicio 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 asignarán un código identificativo de la operación, que tendrá el mismo formato que el de la RR y coincidirá con ser la propia RR cuando se trate de compras. Este código de operación será comunicado al miembro del mercado durante el propio desglose y será usado por éste como referencia en posibles comunicaciones de rectificaciones posteriores. También se incluirá en la información de desglose un código de cliente interno de la entidad ordenante, bien la referencia bancaria en el caso de proceder la orden de un banco o bien el código de cliente del miembro del mercado en caso contrario.

Las rectoras adaptarán sus sistemas de comunicación con las entidades financieras, y en particular

los sistemas de *routing*, tanto para aprovechar la captura de las órdenes haciéndolas coincidir con las operaciones de desglose, evitando de esta manera la doble entrada de información, como para informar de la ejecución de las órdenes y asignación de RR a la entidad ordenante de forma simultánea. Es precisamente mediante la implantación de esta integración de servicios como se consigue sacar partido a la realización de los desgloses como parte de los sistemas de las rectoras.

Tras su recepción por parte del Servicio, los desgloses de operaciones serán puestos a disposición de las entidades adheridas, que podrán consultarlos por pantalla o transmitírselos a sus ordenadores, con el fin de cruzarlos con su propia información referida a órdenes que hubieran iniciado o a ejecuciones que le hubieran comunicado los miembros.

Como resultado del cruce de información que las entidades realicen entre las operaciones desglosadas contra ellas y las ejecuciones de las que tuvieran noticia, podrán confirmar o rechazar las asignaciones de los miembros, para lo cual contarán con un día de plazo. En el caso de que el Servicio no recibiera notificación alguna en dicho plazo, se realizará automáticamente la confirmación por defecto de la operación.

La ampliación del plazo de desglose, así como la posibilidad de rechazar las operaciones por parte de la entidad liquidadora, pretende mejorar la precisión con que las operaciones son asignadas, al mismo tiempo que se cumple con la recomendación que, en este sentido, fue emitida por el Grupo de los Treinta. De esta manera, se evita que, por error o por retraso en la identificación del destino de una operación, ésta sea liquidada por una entidad distinta de la que corresponda, frecuentemente el propio miembro del mercado, con el consiguiente esfuerzo adicional de realizar un traspaso u operación adicional para resituar los valores con su titularidad correcta.

3. Gestión del riesgo de liquidación

Una de las premisas esenciales que han servido de base para el diseño de la nueva liquidación y que, como ya se ha recogido en el apartado de puntos de partida, es común a la mayoría de los sistemas de liquidación internacionales, es la interposición del Servicio de Liquidación entre las partes compradoras y vendedoras, con el fin de que éstas perciban una única contrapartida para el conjunto de su liquidación. De esta forma, los participantes dejan de estar expuestos al riesgo de in-

cumplimiento de la entrega de valores o de efectivo por la otra parte, siendo el Servicio quien sufre dicho riesgo y garantiza las operaciones al resto. En consecuencia, el que compra valores en D recibe dichos valores al término del ciclo de liquidación, con independencia de que aquél que se los vendió sea capaz de entregarlos o no a tiempo.

Con el fin de que el Servicio pueda garantizar las operaciones, y al mismo tiempo cubrirse del riesgo de incumplimiento de compradores y vendedores frente a él, se han dispuesto dos tipos de medidas: las que le protegen del riesgo frente a compradores que incumplen el pago de efectivos y las que le protegen frente a vendedores que no entregan a tiempo los valores.

La seguridad del Servicio frente a las compras se consigue mediante el establecimiento de una fianza colectiva, que se calcula y aporta periódicamente por parte de todas las entidades adheridas en proporción al promedio de sus saldos liquidados a lo largo del período de cálculo. Esta fianza puede ser satisfecha mediante depósito de efectivos, prenda de valores de deuda pública, aval de entidad de crédito o seguro de caución. El procedimiento establecido para el cálculo de esta fianza permite reducir el importe hoy asegurado por los miembros del mercado al aplicar sobre cada entidad adherida lo que le corresponde en función de sus cifras de liquidación.

La cobertura frente a las ventas se consigue mediante la disposición por parte del Servicio de valores en calidad de prestados, siendo éstos cedidos por entidades prestamistas que dispongan de carteras estables y deseen obtener la remuneración adicional que supone el préstamo. Cuando no existan valores prestables, o la posición vendedora se alargue en el tiempo, el Servicio deberá recomprar los valores correspondientes en el mercado. Con el fin de evitar, en estos casos, el riesgo de variación del precio, cualquier entidad que se demore en la entrega de valores vendidos no sólo no recibirá el importe satisfecho por el comprador, sino que además deberá entregar diariamente las garantías oportunas que equilibren dicho importe con el promedio de la cotización del valor.

4. Préstamo de valores

El préstamo de valores en el proyecto de liquidación tiene por objetivo permitir al Servicio disponer de valores cedidos por entidades adheridas prestamistas, cuyos clientes deseen sacar rentabilidad adicional a carteras estables de valores, y permitir de esta manera a las entidades que hubieran in-

cumplido la entrega en operaciones de venta contar con un plazo adicional en lugar de recomprar los valores correspondientes. Se considerará que el prestatario de los valores es el propio Servicio en todos los casos, debiendo ser éste el responsable de devolver los valores originales a las entidades prestamistas, así como de remunerarlas por ello.

Cada una de las entidades que ceda valores en calidad de prestables podrá marcar una remuneración exigida, que se establecerá como un tipo de interés diario a aplicar al importe de efectivo equivalente, 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 entre en vigor. La liquidación de los intereses del préstamo se realizará en su vencimiento, abonándose el resultado en la cuenta de posición de efectivos de las entidades prestamistas, a efectos de incluirlo en la comunicación al Banco de España del día siguiente. La remuneración del préstamo no se repercutirá a las entidades vendedoras, ya que se entiende que la propia retención del importe de la venta, junto con las garantías exigidas, generará los ingresos necesarios para financiarla.

Durante la noche anterior al día de la liquidación, el Servicio realizará la disposición de valores entre los que previamente hayan sido aportados como prestables por las entidades adheridas, y hasta la cantidad equivalente necesaria para dar cobertura a las ventas no justificadas, dando prioridad a aquellas entidades prestamistas menos exigentes en su remuneración. Como criterio secundario, elegirá en función de la mayor antigüedad en situación de prestables.

Los valores tomados por el Servicio en calidad de prestados serán devueltos por éste a la entidad prestamista en el mismo día en que aquél reciba definitivamente los valores por parte de las entidades responsables de liquidar las ventas que hubieran quedado en situación de vencidas o, en caso de que esta circunstancia no ocurriera en el plazo máximo que se fije para ello, consiga recomprar el mismo número de valores en el mercado. Sólo en el caso excepcional de que la clase de valor dejara de estar admitida a cotización y no fuera posible la recompra por fuera del mercado, la entidad prestamista podría resignarse a perder los valores prestados, en cuyo caso recibiría el importe de efectivo correspondiente que había sido satisfecho por el comprador en su momento y retenido por el Servicio mientras tanto.

Aunque el prestamista de valores pierde los derechos tanto políticos como económicos durante

la vigencia del préstamo, ya que sólo así se consigue que éstos sean adquiridos a todos los efectos por el comprador, en los pagos de dividendos el Servicio realizará una compensación de efectivos equivalente, cargando el importe correspondiente en la cuenta de las entidades adheridas que mantengan las posiciones de ventas vencidas. En los momentos de generación de derechos de suscripción, separación de *warrants* o equiparaciones, los prestamistas recibirán los correspondientes derechos o nuevos valores, generándose posiciones equivalentes pendientes de recomprar a cargo de las entidades que hubieran incumplido las ventas.

5. Ciclo de liquidación diario

Uno de los factores que más contribuye a la seguridad de la liquidación es la reducción de los plazos, ya que con ello se consigue un menor riesgo de liquidación, que podemos definir en términos de volumen acumulado pendiente de liquidar; un menor riesgo de precio, entendiendo éste como oscilación potencial de los precios en el mercado que perjudicaría en los casos de dirigir operaciones a la recompra; y por último, una mayor rapidez en el cierre contable de la contratación procedente de cada día.

La reducción de los actuales plazos de liquidación disponibles en el sistema fungible sólo puede ser realizada mediante la conversión previa a un régimen de liquidación continuo, es decir, liquidando en una fecha objetiva medida como un número constante de días después de la fecha de contratación, en sustitución del actual período semanal.

En el nuevo sistema de liquidación se marca D + 5 como día de liquidación para la contratación procedente de un día D, aunque se establecerá un período de adaptación previo con liquidación diaria en D + 7, en el que el plazo aplicado a todos los días coincidirá con el actual plazo promedio aplicado a los días de una misma semana. Si bien el estándar internacionalmente aceptado es D + 3, se ha considerado que este objetivo no es planteable a corto plazo en nuestro mercado, debiendo aspirar a él sólo cuando la práctica demuestre nuestra disponibilidad para ello.

A lo largo de los días que componen el ciclo de liquidación a partir de la fecha de contratación, las operaciones pasan por diferentes estados: pendientes de desglosar, desglosadas pendientes de confirmar, confirmadas pendientes de justificar, justificadas pendientes de liquidar y liquidadas. Todas estas transiciones entre estados deben ocurrir dentro del ciclo de liquidación para que la opera-

ción sea realizada con normalidad, y se realizan a medida que el Servicio recibe las diferentes comunicaciones previstas con las entidades. Con el fin de facilitar el control de las operaciones y de la liquidación en su conjunto por parte de las entidades adheridas, el Servicio generará los saldos de situación transitorios que éstas mantengan en relación con cada estado de las operaciones.

6. Liquidación de valores y efectivos

En D + 5, cuando se hubieran terminado de realizar los procesos del último día del ciclo de liquidación de las operaciones bursátiles contratadas en D, se realizará la liquidación conjunta de valores y efectivos. En lo que se refiere a la liquidación de efectivos, se generará y comunicará en la tarde de D + 4 al Banco de España una relación de saldos netos, deudores y acreedores, correspondientes a cada una de las entidades titulares de las cuentas de tesorería en Banco de España.

Las entidades liquidadoras adheridas al Servicio de Liquidación podrán dirigir los apuntes de efectivo sobre su propia cuenta de tesorería, si fueran titulares de éstas, o domiciliarlos sobre la cuenta de otra entidad, previa autorización de la misma y del Banco de España.

Con objeto de garantizar el buen fin de la liquidación bursátil, y ante la eventualidad de insuficiencia de fondos en alguna de las cuentas de tesorería, el Servicio designará una o varias entidades de depósito con suficiente liquidez y solvencia, a juicio del Banco de España, con las que aquél mantendrá líneas de crédito que permitan al Banco de España cargar en sus cuentas de tesorería, y con la misma fecha valor, los apuntes que no pudieran ser cargados en las de otros miembros de la liquidación. La restitución de fondos para saldar la disposición de estas cuentas de crédito se realizará mediante la aplicación de la fianza, que a estos efectos será periódicamente aportada por las entidades adheridas.

El proceso de liquidación de valores realizará los abonos o débitos oportunos sobre las cuentas de posición anotada que, a cargo de cada entidad adherida, mantiene el Servicio de Liquidación en su componente de Central de Anotación en Cuenta, saldando por otra parte las cuentas pendientes de liquidar correspondientes.

Cuando una operación de venta sea justificada con valores procedentes de compras realizadas con posterioridad a la venta, la liquidación de la

venta no será realizada en firme en tanto no se produzca la de la compra. Como resultado de ello, el efectivo de la venta no se abonará a la entidad en su momento teórico de liquidación, sino que será retenido hasta la liquidación definitiva de la compra.

7. Servicios a emisoras

Los actuales valores nominativos y al portador tendrán una única forma de representación en el régimen de anotación en cuenta. Con el fin, sin embargo, de mantener el servicio actualmente ofrecido a las entidades emisoras de valores nominativos, se les seguirá comunicando a dichas entidades la identificación de los titulares que intervienen en las operaciones que se realizan sobre sus valores: compras, ventas, cambios de titularidad, préstamos, etc. Este servicio les permitirá seguir manteniendo su libro de accionistas al día, entendiéndose que la comunicación de vendedores se realiza a efectos informativos y no a efectos de realizar una validación que pueda condicionar la liquidación de la operación.

8. Operaciones financieras

En coherencia con la naturaleza del régimen de inscripción por anotación en cuenta, las numeraciones dejarán de existir en el futuro sistema, lo que implica sustituir el procedimiento por el cual las entidades adheridas acreditan sus derechos frente a las emisoras cada vez que se produce un pago de dividendos, una ampliación de capital u otra operación financiera. Si bien hasta ahora las entidades comunicaban los tramos de numeraciones correspondientes a los títulos que mantenían en sus depósitos, con el nuevo sistema el Servicio generará certificados de posición con los que identificará la cantidad de valores registrados en cada entidad adherida a una fecha determinada, de tal forma que ésta pueda reclamar el ejercicio de sus derechos frente a la emisora mediante la presentación del mencionado certificado.

Con el fin de facilitar el cobro del derecho con la mayor antelación posible, los certificados serán generados tres días antes de la fecha de valoración a la que se refiere el pago de dividendos, realizándose pocos días después los abonos y cargos rectificadores por la diferencia entre la posición que corresponda a cada entidad en la fecha contable de ejercicio del derecho y la provisional que se incluyó en el certificado de forma anticipada. Esta rectificación será introducida en la cuenta de liqui-

dación de efectivos que se genera con destino al Banco de España.

La emisión de certificados de posición por el Servicio de Liquidación constituye una vía formal de confirmación del saldo que tiene cada entidad adherida en el Registro de Anotación en Cuenta, que sólo es útil para la reclamación de derechos frente a la emisora en los casos de operaciones financieras que afectan al total de los valores de una emisión, siendo el pago de dividendos o la amortización total de la emisión ejemplos claros de éstas.

Para los casos de operaciones voluntarias, en los que los titulares deben pronunciarse para acudir a la oferta de la emisora, tales como suscripciones, canjes, conversiones o amortizaciones opcionales, se ha contemplado un circuito de información diferente. En estos supuestos se plantea la intervención de una o varias entidades agentes delegadas por la emisora, a las que las entidades adheridas deberán presentar la información que corresponda en relación con cada uno de sus titulares que decide acudir a la operación. Si la operación implicara la amortización selectiva de los valores con los que el titular desea ejercitar el derecho, la entidad adherida deberá comunicar las RRs correspondientes al Servicio para que éste diera de baja los valores y lo notificara a la entidad agente.

9. Descentralización del servicio a las entidades

Si bien hasta aquí se ha hecho una exposición de las características funcionales más relevantes que han sido introducidas en el Sistema de Liquidación por Anotación en Cuenta, existe un punto adicional que, en relación con la organización interna del Servicio, merece ser destacado por la repercusión que tiene sobre la relación entre éste y sus entidades adheridas.

Con el fin de que las entidades, tanto liquidadoras como emisoras, puedan recibir una atención personalizada en cada plaza bursátil, se constituirán núcleos de servicio en oficinas locales que, en relación con la compensación y liquidación, tendrán la función de administrar y controlar la relación global de las entidades situadas en su ámbito de actuación geográfica con el Servicio, entendiendo que esta gestión local se realizará sin perjuicio de la coordinación general que corresponde a la oficina central y de acuerdo con las normas generales de actuación que ésta establezca. Estas oficinas locales estarán situadas en las mismas plazas don-

de estén implantadas las sociedades rectoras de bolsa, con el fin de aprovechar, en la medida posible, los recursos actualmente destinados por éstas a sus funciones de liquidación.

La asignación de las entidades a estas oficinas locales se realizará según decisión de las primeras, contemplándose bien la posibilidad de que una entidad decida mantener una relación unificada con una sola oficina para el control de toda su liquidación, o bien la opción de que una entidad pueda mantener más de una relación asignando competencia a cada oficina local en función de las bolsas por las que se contratan sus operaciones.

CARACTERÍSTICAS TECNOLÓGICAS

Todo intento de hacer la liquidación más eficiente, más segura y más ágil, debe necesariamente basarse en el aprovechamiento de soluciones tecnológicas que permitan aumentar el nivel de automatismo de los procedimientos y el grado de interconexión entre los sistemas de información de las entidades y los del Servicio. Sólo cumpliendo con estas dos exigencias tecnológicas se puede liberar a la liquidación actual de la componente rutinaria de intervención manual que en diferentes momentos se requiere, aumentando la fiabilidad de la información y situándonos en mejores condiciones para reducir progresivamente los plazos de la liquidación.

En consecuencia, las ambiciosas características funcionales con las que se ha diseñado el sistema de liquidación, imponen, a su vez, condiciones tecnológicas no menos exigentes, que pueden resumirse en los apartados siguientes.

1. Interconexión de centros

La reducción del ciclo de liquidación dentro de un régimen diario, así como la eficiencia y la fiabilidad en el tratamiento de la información, obligan a disponer de medios de comunicación que permitan realizar transferencias de información rápidas, seguras y sin intervención manual. Todo ello sólo es posible mediante la creación de una red de comunicaciones que integre a los diferentes participantes en la liquidación: sociedades rectoras, miembros del mercado, entidades adheridas, emisoras y Servicio de Compensación y Liquidación.

Los aspectos que participan en la red de comunicaciones pueden clasificarse en dos niveles: un

primer nivel incluye todos aquellos componentes que intervienen en la interconexión física de los ordenadores, tales como las líneas de comunicación, las unidades de conmutación o concentración, y el protocolo de acceso a la red; mientras que un segundo nivel recoge los protocolos de aplicación, métodos y herramientas que sirven para mantener el diálogo entre extremos de la red y que se aprovechan del nivel anterior como medio de transporte de la información.

En lo que se refiere al primer nivel, se ha decidido complementar el uso de la red pública Iberpac con una red privada que conecte a las cuatro bolsas y al Servicio de Liquidación entre sí, favoreciendo de esta manera el acceso a las diferentes aplicaciones disponibles en las rectoras y en el Servicio mediante el uso del mismo protocolo, e incluso a través de la misma línea de conexión si así lo desea la entidad.

El segundo nivel de la red debe ser compatible con dos posibles métodos de intercambio de información entre las entidades y el Servicio: la transferencia masiva de ficheros que sean el resultado de procesos *batch*, y el flujo interactivo de transacciones con respuesta inmediata, que podrá ser originado desde los terminales de los departamentos administrativos de la entidad, o desde aplicaciones informáticas de ésta que a su vez dialoguen con los terminales mencionados. En el proyecto se ha optado por dar solución a estas dos necesidades mediante la utilización de un paquete de transferencia de ficheros dirigido al primer caso, y el interfase de programación APFC para el segundo.

2. Accesibilidad de la información

Con el fin de que las entidades puedan disponer de información de control y reaccionar lo más rápidamente posible a las diferentes situaciones por las que transcurre la liquidación de las operaciones, la información que genere el Servicio deberá estar suficientemente accesible por parte de las áreas de administración de las entidades adheridas. El cumplimiento de este objetivo impone dos condiciones al sistema: el estado de las operaciones deberá quedar rápidamente actualizado en respuesta a la recepción de información procedente de las entidades, y el resultado de dichas actualizaciones deberá ponerse a disposición de éstas para su consulta.

Como resultado de todo ello, se impone la utilización de bases de datos como soporte de almacenamiento de la información, así como la utilización de un cierto teleproceso que permita la inte-

racción de las entidades adheridas con el sistema, tanto por vía transaccional como mediante cesiones masivas de registros. Una infraestructura técnica que contemple estas características permitirá, entre otras ventajas, que las entidades adheridas puedan comprobar la evolución de sus cuentas de posición de valores y de efectivos, a medida que se van cumpliendo las sucesivas fases de la liquidación.

Por otra parte, y con el fin de mejorar el nivel de interconexión global entre los diferentes servicios centrales, ofreciendo con ello un valor añadido a las sociedades y entidades liquidadoras, se asume el compromiso de hacer evolucionar a los sistemas informáticos que participan en las diferentes fases de las operaciones bursátiles, tales como los de *routing*, contratación, desglose y liquidación, hacia una mayor integración entre todos ellos.

Esta integración se traducirá en el aprovechamiento de los datos disponibles en algunos de los sistemas como fuente de información automática de otros, en particular la transformación de las órdenes capturadas en el *routing* en forma de operaciones desglosadas, así como en la utilización de los mismos protocolos, líneas o herramientas de transferencia de información, evitando la redundancia de soluciones en cada una de las entidades.

3. Seguridad en la información

La propiedad de accesibilidad que se impone al sistema no debe ser entendida de forma indiscriminada, es decir, permitiendo el acceso generalizado a la información por parte de cualquier usuario conectado a la red, sino que deberá quedar sometida en todo momento a criterios de seguridad que garanticen que cada usuario sólo realiza los accesos de actualización o consulta que le corresponde. Es con esta intención como se han contemplado en el proyecto medidas de control de acceso que permitan la identificación de entidades y usuarios, y de confidencialidad de los datos con la encriptación de las comunicaciones.

Pero la seguridad no debe ser entendida simplemente en términos de control de accesos y confidencialidad, sino que, interpretada en un sentido más amplio, debe recoger también otras disposiciones dirigidas a aumentar la fiabilidad de las comunicaciones y de los tratamientos, así como a favorecer la protección frente a errores, pérdidas de información o averías. En este sentido, y a modo de ejemplo, se han planteado en el proyecto aspectos tales como la detección de las posibles transmisiones duplicadas de ficheros que por error puedan ser originadas desde las entidades.

4. Flexibilidad en las comunicaciones

El último de los criterios tecnológicos de diseño al que se le ha dado importancia en el proyecto ha sido el de flexibilidad, pretendiendo con ello que cada entidad con la que se relaciona el Servicio pueda hacer el uso de los procedimientos de comunicación que más convenga a su propia organización, horario de trabajo u otra circunstancia.

Con esta intención se ha optado por definir las fases de liquidación sin una secuencia estricta en el tiempo, pudiéndose recibir desgloses, rechazos o justificaciones aprovechando al máximo posible el ciclo de cinco días, e imponiendo casi exclusivamente la restricción de asegurar que la comunicación que se reciba en un momento determinado en relación con una operación concreta sea coherente con el estado en el que ésta se encuentre. La misma flexibilidad se aplica a los horarios, habiéndose establecido el período entre las siete y las trece horas como de disposición del Servicio para atender cualquier tipo de comunicaciones que emitan las entidades.

Por último, y con el fin de contribuir aún más a dotar al sistema de la suficiente flexibilidad, las conexiones de los ordenadores podrán realizarse a través de enlaces punto a punto o a través de la red de conmutación de paquetes Iberpac, y se permitirá la introducción o consulta de datos tanto de forma interactiva como por lotes.

CRITERIOS DE CONVERSION AL FUTURO SISTEMA

La planificación de la conversión entre sistemas es siempre uno de los aspectos más delicados de cualquier proyecto, pero lo es aún más en el caso que nos ocupa por cuanto que afecta a diferentes tipos de entidades que deben reaccionar coordinadamente conforme a los plazos y especificaciones que se detallan en el plan.

Todo sistema de información puede ser dividido en dos grandes partes: la información que debe ser almacenada e intercambiada y los procesos que deben manipularla. Es por esta razón que, admitiendo la simplificación, caben dos posibles enfoques en la planificación de un plan de instalación, en función de que se opte por una conversión gradual de la información o de los procesos. En el primer caso, el desarrollo inicial del nuevo sistema debe ser completo en lo que se refiere a los procesos que lo componen, haciendo convivir los procedimientos del sistema antiguo con los del nuevo

durante un largo período de tiempo, con el fin de trasladar gradualmente la información desde el primero al segundo. Este ha sido el enfoque con el que se ha instalado el sistema CATS de contratación, en el que el paso gradual de la información se ha realizado por códigos de valor. La segunda de las opciones, sin embargo, parte de la utilización de la misma información en los dos sistemas, lo que a veces se denomina un paralelo, y enfoca la conversión del sistema mediante la gradual sustitución de los procesos antiguos por los nuevos.

El procedimiento que se ha planteado para evolucionar desde el sistema de liquidación fungible al definitivo de anotación en cuenta se basa en la segunda opción por diferentes razones: en primer lugar, porque se ha considerado que la información sobre la que trabajará el futuro sistema puede ser estructurada de forma muy similar a como es soportada en fungibilidad, facilitando, por lo tanto, el aprovechamiento de los datos actualmente disponibles; en segundo lugar, porque con este enfoque se permite un avance más rápido hacia la anotación en cuenta, al conceder más tiempo a las entidades para adaptar gradualmente sus actuales procedimientos de trabajo; y en tercer lugar, porque esta alternativa evita a las entidades tener que mantener simultáneamente dos sistemas aplicando cada uno a diferentes clases de valor.

El plan general de conversión se basa, por otra parte, en un conjunto de criterios adicionales que pueden agruparse en tres áreas: los relacionados con la sustitución de los títulos físicos por los registros de anotación en cuenta, con la complejidad jurídica que ello supone; la transformación de la información que hoy día se mantiene en los archivos informáticos de las entidades y de las sociedades rectoras; y la adaptación de los procedimientos del sistema destinados a resolver los flujos de información y los tratamientos contemplados en su diseño. A continuación se exponen los aspectos considerados más relevantes de cada una de estas tres áreas.

1. Conversión de los títulos físicos

La conversión a anotación en cuenta de los títulos integrantes de una emisión que se encuentre actualmente soportada por el sistema de fungibilidad, se producirá por toda la emisión en su conjunto y en un mismo día, que será fijado por el Servicio de Compensación y Liquidación. Se contemplará, sin embargo, una fase de incorporación masiva de títulos al Registro de Anotación en Cuenta que, con un mínimo de tres meses de duración, sea previa a dicha fecha de conversión. Esta fase debe-

rá ir precedida de la necesaria publicación en el *Boletín Oficial del Registro Mercantil* y en diarios de amplia difusión, y se pretende resolver con ella la mayor incorporación posible de los títulos que, por diferentes causas, se encuentran actualmente fuera del sistema de fungibilidad y en poder de sus titulares. Un caso particular de éstos son las carteras pertenecientes a instituciones que tienen una participación considerable y estable sobre alguna emisora, frecuentemente empresas multinacionales con filiales españolas. Ante estas situaciones, las entidades adheridas deberán perseguir los acuerdos oportunos con las sociedades correspondientes que permitan resolver la inclusión de sus títulos con los menores costes y plazos que sean posibles.

Tras la fecha de la transformación, se considerará la emisión enteramente bajo anotación en cuenta, de tal forma que los títulos físicos no incluidos quedarán anulados y sustituidos por valores anotados en el Registro, aunque por cuenta de quien pudiera justificar posteriormente su titularidad. A partir de ese momento, las entidades adheridas dejarán de realizar las cancelaciones de saldos e intercambio de paquetes que han venido realizando periódicamente con las rectoras, quedando en disposición de destruir los títulos depositados siempre y cuando lo acepte la emisora correspondiente.

El saldo de valores correspondiente a los títulos no incluidos será dado de alta en el Registro Central de Anotación en Cuenta en forma de una cuenta especial que servirá para cuadrar el total incluido con el total de la emisión, y a la que se le dará el nombre de «saldo pendiente de asignar». Las únicas disposiciones que se harán de este saldo se realizarán con el fin de asignar los valores a quienes acrediten la propiedad de los títulos físicos anulados mediante la presentación de los certificados y pólizas oportunas, para lo cual contarán con un plazo de tres años. Al cabo de este tiempo, durante los cuales se mantendrá el saldo pendiente de asignar, los valores que lo compongan podrán ser vendidos en el mercado y el importe correspondiente ser administrado conforme a los criterios que a estos efectos marque la Ley, sin mayor repercusión sobre el Sistema de Anotación en Cuenta.

2. Conversión de la información

Uno de los aspectos clave en los que se apoya el plan de conversión es el aprovechamiento de la información mantenida por el actual sistema de fungibilidad con el fin de facilitar el paso a la ano-

tación en cuenta, y así poder avanzar mediante la gradual incorporación de los nuevos procedimientos a la misma base de información actualmente disponible.

El aspecto que, en relación con este objetivo, destaca por su criticidad es la transformación de las referencias técnicas en las futuras referencias de registro. Con el fin de facilitar esta transformación, en el diseño funcional del Sistema de Anotación en Cuenta se ha definido un código de RR que cumple con las siguientes tres características: mantiene 15 posiciones de longitud y es numérico con el fin de no forzar la reconversión de los ficheros y aplicaciones actuales; es compatible con los contenidos de las actuales RTs con el fin de que la transformación de éstas a las futuras RRs sea lo más inmediata posible, es decir, que los números que se generen dentro del esquema futuro de RR no coincidan con los que pudiera haber procedentes de las RTs antiguas; y tiene una estructura uniforme para los diferentes tipos de operación que generan RR. Con estas condiciones, se pretende que la conversión desde el actual sistema de fungibilidad al de anotación en cuenta tenga poco impacto sobre los archivos de información que mantienen las entidades adheridas, haciendo más directa la evolución entre sistemas.

3. Fases de conversión de los sistemas

Desde octubre de 1990, se ha avanzado significativamente en la incorporación de valores nominativos en fungibilidad, lo que ha representado un paso importante en línea con el objetivo de evolucionar a la anotación en cuenta, ya que dichos valores han pasado a estar soportados por RTs.

Un segundo paso en la evolución al futuro sistema será la implantación del ciclo diario de liquidación manteniendo los mismos plazos medios actuales, tanto en lo que se refiere al plazo de liquidación, que pasará a D + 7, como en lo relativo al plazo de recompra, que seguirá siendo de quince días. Con este paso intermedio esperamos que las entidades puedan adaptar sus procedimientos de trabajo al régimen diario, al mismo tiempo que se estará en disposición de obtener información de seguimiento con la que evaluar las posibilidades de reducir el plazo de liquidación al objetivo definitivo D + 5. La liquidación diaria exige, por otra parte, mejorar los actuales procedimientos de comunicación entre las entidades y las rectoras, debiéndose iniciar la sustitución de las entregas de cintas por transferencias automáticas de ficheros entre centros.

El paso siguiente, todavía anterior a la anotación en cuenta, será la centralización de la información que hoy día mantienen las cuatro rectoras en relación con la fungibilidad en forma de paralelo, utilizando los mismos procedimientos y flujos de información que actualmente relaciona a los miembros del mercado, entidades adheridas y emisoras de nominativos con aquéllas.

Tras el paralelo de información, el paso a anotación en cuenta de los valores fungibles se completará con la elaboración diaria de los saldos que marcan la posición agregada de cada entidad adherida en relación con cada clase de valor, la anulación de las cuentas de títulos actuales y de los procedimientos de consolidación y cancelación de saldos, la sustitución íntegra de las numeraciones en la reclamación de los derechos de las entidades frente a las emisoras por certificados de posición, y la generación de una cuenta unificada de efectivos como resultado de la liquidación.

Posteriormente, y por lo tanto ya iniciado el régimen de liquidación por anotación en cuenta, se incorporarán otras emisiones distintas de las fungibles, al mismo tiempo que se progresará en la sustitución gradual de los diferentes procedimientos y flujos de información por aquellos que resultarán definitivos, tales como la extensión del período de desglose, la confirmación de las operaciones, etcétera. Como última fase de la conversión, se reducirá el ciclo de liquidación a cinco días y se implantará el préstamo de valores.

CONCLUSION: VENTAJAS DEL SISTEMA PARA LAS ENTIDADES ADHERIDAS

Los diferentes aspectos que se han expuesto como características del futuro Sistema de Liquidación por Anotación en Cuenta no representan cada uno por sí solo un cambio revolucionario frente al modo en que se están liquidando actualmente los valores fungibles. En parte, porque el actual sistema de fungibilidad ha sido precursor en algunos de estos aspectos, y en parte, porque sólo la integración de diferentes pequeñas innovaciones en los ámbitos funcional y tecnológico, necesariamente interrelacionados, permiten crear un valor añadido sustancial en eficiencia y seguridad.

Con el fin de recordar una vez más esos diferentes aspectos que en su conjunto contribuyen a mejorar los procedimientos de liquidación, se exponen a continuación las diez ventajas más importantes que el sistema planteado puede traer consigo para las entidades adheridas:

1. La eliminación de certificados físicos. Este es el punto fundamental que está implícito en el paso a un régimen basado en anotación en cuenta con el cual se libera a las entidades de los actuales costes relacionados con la manipulación y depósito de los títulos físicos.

2. La unificación de los procedimientos de liquidación. A pesar de que hoy en día se utilicen los mismos procedimientos de liquidación con las cuatro bolsas, el hecho de conseguir unas comunicaciones unificadas, extractos de liquidación de efectivos y saldos de posición integrados, y un único interlocutor para el seguimiento de las operaciones, genera una ventaja adicional para las entidades adheridas.

3. La automatización de las comunicaciones. La evolución propuesta hacia la utilización de líneas de comunicación como medio de sustitución del papel y de las cintas magnéticas, ofrecerá una mayor agilidad y fiabilidad en los flujos de información, requisitos imprescindibles para progresar en la reducción de los plazos de liquidación.

4. Incorporación de la liquidación diaria. El cambio en el ciclo de liquidación permitirá a las entidades adheridas liquidar en una fecha objetiva respecto a la fecha de contratación, facilitará la organización de los procedimientos internos de trabajo de forma equilibrada y sin puntas de sobrecarga en días singulares, y resulta imprescindible para reducir los plazos de liquidación por debajo de los actuales.

5. El seguimiento diario de posiciones. Las entidades podrán comprobar las posiciones agregadas que les asigna el Servicio y utilizarlas como herramienta de control para contrastarlas con las que generen sus propios sistemas.

6. Una mayor precisión en la asignación de las operaciones. El aumento del plazo de desglose, junto con la posibilidad de confirmar o rechazar las operaciones, favorece una asignación más precisa de éstas a sus respectivas entidades liquidadoras, disminuyendo los errores en la liquidación y evitando la realización posterior de traspasos o aplicaciones para resituar los valores en su punto de destino.

7. Flexibilidad en los plazos de comunicación. El reconocimiento de fases superpuestas, sin necesidad de establecer un margen rígido de tiempo asignado a cada una, así como la libertad de horario para las cesiones o extracciones de información, facilitará el trabajo de las entidades adheridas, que podrán arrancar sus procedimientos de comunicación conforme surja la necesidad o se

establezca en su propia organización interna del trabajo.

8. Mayor agilidad en los traspasos. La posibilidad de iniciar y confirmar los traspasos por vía electrónica, tanto mediante transferencias de ficheros como por acceso interactivo, permitirá ganar tiempo en el movimiento de valores entre las entidades adheridas.

9. Mayor agilidad en las operaciones financieras. Los menores plazos de liquidación y de iniciación de recompras, que agilizan el cierre contable de cada día de contratación, junto con el uso de

posiciones en lugar de numeraciones, permitirán ganancias de tiempo en la realización de operaciones financieras tales como pagos de dividendos, suscripciones, conversiones, etcétera.

10. Oportunidad de ingresos por préstamos. Si el conjunto de las ventajas hasta aquí mencionadas contribuyen a mejorar la eficiencia y calidad de servicio en las entidades adheridas, la implantación del préstamo de valores, por otra parte, permitirá a las entidades prestamistas obtener una remuneración por intereses con la que incrementar la rentabilidad de sus carteras estables de valores.