

**GRUPO DE LOS TREINTA**  
**ESPAÑA: INFORME DE SITUACION**  
**Finales de 1990**

**1. LA ORGANIZACION DE LA PUESTA  
EN PRACTICA**

---

Antes de entrar en detalles de la situación actual y futura de la liquidación en España, existen diversas cuestiones sobre la estructura del mercado, legislación y proyectos que tienen que ser presentadas para ofrecer una visión global coherente, con la cual posteriores aclaraciones puedan ser fácilmente relacionadas y mejor comprendidas.

Existen cuatro bolsas de valores en España (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia), siendo la Bolsa de Madrid el principal mercado, con una cuota próxima al 85 por 100. El mercado español está actualmente en un proceso de renovación iniciado el 28 de julio de 1988 con la publicación de la Ley española del Mercado de Valores. Desde ese momento, 58 sociedades, clasificadas en dos categorías, sociedades y agencias de valores (*brokers* y *dealers*), han sido registradas como participantes directos en el mercado. Uno de los principales resultados de esta Ley ha sido la creación de la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), una institución dependiente del Gobierno responsable de la legislación, organización y supervisión del mercado de valores.

Actualmente, cada una de las cuatro bolsas de valores españolas es responsable de la liquidación de todas las operaciones realizadas a través de ellas sobre los principales valores españoles admitidos a negociación. Sin embargo, los cuatro sistemas de liquidación han sido desarrollados cooperativamente y con las mismas normas y procedimientos, de tal manera que todos ellos cumplen con los dos principales métodos de liquidación: uno para las acciones nominativas y otro para las acciones al portador.

La Ley del Mercado de Valores, del 28 de julio de 1988, estableció el siguiente compromiso en relación con los procedimientos de liquidación del mercado:

«Se constituirá una sociedad anónima que, con la denominación de Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, tendrá por funciones:

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

b) Gestionar en exclusiva la compensación de valores y de efectivo derivadas de las operaciones en las bolsas de valores.

El Gobierno quedará facultado para regular el régimen de funcionamiento de dicha sociedad, así como los servicios prestados por la misma.»

Desde entonces se ha constituido una Comisión Técnica Asesora, dirigida por la CNMV, en la que participan representantes de los cuatro mercados de valores y de las asociaciones de los bancos comerciales y de las cajas de ahorro. Esta comisión ha trabajado hasta el presente en la definición del futuro sistema español de liquidación, que será gestionado por la sociedad previamente mencionada establecida por Ley. Este futuro sistema está siendo diseñado para cumplir con las recomendaciones del Grupo de los Treinta (G30) en la forma que se explicará más adelante. El nuevo sistema tendrá dos características singulares: primero, será el único sistema responsable de la liquidación y registro de valores en anotaciones en cuenta para las cuatro bolsas de valores, y segundo, tratará todo tipo de valores cotizados, con pequeñas diferencias entre los procedimientos para las acciones nominativas o para las acciones al portador. No es preciso decir que se ha establecido un compromiso general entre todos los miembros de la Comisión para que el sistema sea totalmente informatizado.

Se ha organizado un equipo de proyecto para dirigir el diseño y desarrollo del nuevo sistema. El director de este equipo informa periódicamente a la Comisión Técnica Asesora.

A nuestro juicio, la evolución desde la situación actual hacia el objetivo final ha sido bastante clara, ya que los procedimientos actuales han evolucionado de forma muy cercana hacia algunas de las metas finales. Como consecuencia de nuestros planes, esperamos tener un nuevo sistema de liquidación que disponga de las siguientes características: cuadro de las operaciones en el mismo día de la negociación, entrega contra pago, fondos en el mismo día, desmaterialización, mecanismos de concesión y de toma de préstamos de valores y liquidación continua el día T + 5. La sociedad que estará a cargo del funcionamiento de la liquidación y registro en anotaciones en cuenta (Servicio de Compensación y Liquidación; SCL) se creará a comienzos de 1992, y se espera que se haga cargo de los actuales activos de liquidación poseídos por las cuatro bolsas de valores, con objeto de facilitar un suave cambio a partir de la situación actual.

Como ya se ha mencionado, nuestros sistemas actuales de liquidación distinguen entre dos diferentes procedimientos, que se aplican respectivamente a las acciones nominativas y a las acciones al portador. Aunque continuarán existiendo los dos diferentes tipos de acciones, el proyecto ahora iniciado unificará los métodos de tratamiento que se utilizan en cada uno de ellos. Por ese camino se alcanzará un procedimiento general a partir del cual será mucho más fácil el cambio definitivo hacia la etapa final de registro de anotaciones en cuenta. Para lograr una mayor claridad, y considerando que nuestros planes prevén la terminación de la conversión desde el procedimiento de acciones nominativas a acciones al portador durante febrero de 1991, en las próximas secciones describiremos el actual sistema de acciones al portador, que ha sido recientemente adaptado para soportar ambos tipos de acciones.

## 2. REALIZACION: PROGRESO Y PLANES

### A) El período de liquidación

Actualmente se trabaja con períodos de liquidación semanales, en los cuales las operaciones de cada semana se liquidan el viernes de la siguiente. Así, cada operación se liquida en un período que oscila entre cinco y nueve días laborables. Las ventas fallidas se mantienen durante un máximo de dos semanas más, siendo comprados los valores a terceros por la bolsa de valores cuando los títulos no han sido presentados durante ese tiempo. Un 3 por 100 del importe total de la venta se carga al vendedor como una penalización. A estas ventas fallidas no se aplica ningún mecanismo de referencia de mercado, las cuales, por tanto, sólo mantienen los fondos retenidos como garantía subsidiaria de la operación de venta.

Actualmente existen en el mercado español dos sistemas de negociación: uno completamente electrónico, que se basa en el programa CATS, que se aplica a cerca del 90 por 100 de la negociación total, y un segundo basado en los tradicionales corros abiertos. Todas las operaciones realizadas a través del CATS se consideran casadas entre los participantes directos en el mismo día, mientras el resto de las operaciones se comunican y casan en sistemas duales de comparación utilizados por las cuatro bolsas de valores durante los días T y T + 1.

Los únicos participantes indirectos del mercado reconocidos por los sistemas de liquidación son las instituciones financieras (bancos depositarios), que se consideran agentes operativos y, por tanto, cualificados para liquidar transacciones de valores y de efectivo. En el sistema actual, los participantes directos del mercado pueden reunir sus órdenes e introducir las agrupadas en el mercado. Más tarde, en un proceso posterior a la negociación, que se denomina «desglose», cada participante directo del mercado realiza la distribución de sus operaciones verificadas entre los agentes de la liquidación. Nuestro sistema está diseñado para recibir el desglose de las transacciones desde los miembros del mercado a los agentes de la liquidación durante los días T y T + 1 y para comunicarles estos detalles, permitiéndoles aceptar o rechazar las operaciones, aunque cualquier corrección debe ser siempre introducida en el sistema a través de la sociedad o agencia de valores que ha actuado como intermediario.

Una vez que el sistema ha generado una lista de las operaciones asociadas con cada agente de la liquidación, se resumen todos los saldos de venta y de compra en una posición global y multilateral, larga o corta, de cada participante con cada una de las cuatro bolsas de valores. Con este esquema de compensación, los riesgos entre participantes se transfieren a cada una de las cuatro bolsas de valores, que a su vez asumen el papel de contrapartida central y de garantes de las operaciones. La principal implicación de esto último es la manera en que las bolsas de valores actúan en el caso de una operación fallida, ya que no pueden deshacer las tran-

sacciones de otros participantes directos. Por ello, las ventas fallidas tienen que ser compradas a terceros por las bolsas de valores, y cada participante directo está obligado a depositar una garantía como protección contra compras potencialmente fallidas.

No existe actualmente en España un depositario central de valores. Los bancos depositarios actúan como instituciones de depósito. El saldo de cada clase de valor que mantiene cada depositario es registrado electrónicamente por cada una de las cuatro bolsas de valores de una forma muy similar al sistema de registro por anotaciones en cuenta. Los bancos depositarios mantienen los certificados físicos, que sólo se intercambian una vez cada seis meses, de acuerdo con los últimos saldos registrados. Consecuentemente, podemos concluir que el mercado español de títulos, tanto al portador como nominativos, está ya operando en una etapa muy próxima a la de inmovilización de los certificados de papel, dado que no es preciso mover éstos cada vez que se realiza una operación. Para controlar y resolver cualquier discrepancia entre los saldos registrados en las bolsas de valores y aquellos supuestos por los bancos depositarios, se realiza una comprobación periódica de dichos registros para cada tipo de valor.

Actualmente no existe procedimiento alguno de préstamos de valores entre participantes.

Las características más importantes del futuro sistema de liquidación y registro por anotaciones en cuenta son las siguientes:

- Nos hemos comprometido a cambiar el período semanal de liquidación por un sistema continuo normalizado, dirigido a lograr un período de liquidación de T + 5.

- Hemos decidido mejorar nuestro actual sistema de confirmación unilateral por los participantes indirectos, para permitir a las sociedades y agencias de valores asignar las transacciones a los participantes o miembros del sistema de compensación y para permitir a estos últimos aceptar o rechazar las operaciones durante los tres días siguientes. A este respecto, deseamos subrayar nuestro convencimiento de que la restricción del proceso de asignación y confirmación a sólo el día T + 1 puede ser un importante condicionamiento, especialmente en las operaciones con los inversores extranjeros, en las que las sociedades y agencias de valores conocen los correspondientes participantes en las compensaciones con un cierto retraso.

- Nos proponemos también avanzar hacia la desmaterialización de las acciones mediante la creación de un Servicio de Compensación y Liquidación (SCL). El sistema de anotaciones en cuenta ha sido diseñado en dos niveles. En el primero, el SCL mantendrá los registros de los saldos de valores de los participantes o miembros del sistema de compensación, mientras que en el segundo nivel los participantes mantendrán los registros de los saldos de sus clientes. La propiedad de los valores se basará en los registros electrónicos mantenidos por el SCL conjuntamente con los de cada participante en el sistema de compensación.

● Por último, esperamos establecer un sistema de préstamos para evitar operaciones fallidas el día de la liquidación. Hemos diseñado un mecanismo de préstamos donde el SCL jugará el papel de ser el único prestatario de los valores y con ello la contrapartida de todos los préstamos ofrecidos por las instituciones prestamistas. Los participantes que necesiten acciones para cubrir sus ventas fallidas no se convertirán en prestatarios, y de esta manera el riesgo de los prestamistas es mucho menor. Con este método, el SCL será responsable de la compra de las necesarias acciones en el mercado, caso de que las operaciones se consideren definitivamente fallidas, de manera que los títulos que fueron tomados en préstamo puedan ser devueltos a los prestamistas.

No existe demasiada preocupación sobre el impacto que el sistema pueda tener sobre los inversores al por menor, por dos razones: primera, porque los participantes en el mercado están ya liquidando los efectivos implicados con los inversores de una forma continua, en muchos casos sobre la base de T + 5, y segunda, porque los inversores finales raramente reciben ahora los certificados físicos, ya que éstos se depositan en los bancos depositarios.

Como conclusión, deseamos manifestar que nuestra principal preocupación se refiere a los requisitos descritos, especialmente los que atañen a los inversores extranjeros.

Los miembros del mercado (sociedades y agencias) necesitan conocer y comunicar la información a los inversores finales antes de la liquidación, incluyendo tanto su propia identificación como la de los participantes en la compensación, a través de los cuales se llevará a cabo la liquidación. Como esta información fluye con bastante lentitud entre los diferentes implicados en las operaciones con participantes exteriores, nos preguntamos si éstas serán compatibles con el objetivo de avanzar hacia la realización de las liquidaciones el día T + 3 o incluso el T + 5. Creemos que esta preocupación no es exclusivamente nuestra, y por ello confiamos en estudiar las soluciones y prácticas aplicadas en otros países.

## **B) Entrega contra pago de fondos en el mismo día**

En nuestra situación actual, la recomendación de entrega contra pago es escasamente aplicable, ya que nuestros certificados de papel son todavía representativos de la propiedad de las acciones, y su transmisión entre los participantes sólo ocurre una vez cada seis meses, para ajustar los depósitos basados en dicho papel a los saldos electrónicos mantenidos en las bolsas de valores.

Sin embargo, la puesta al día de los registros electrónicos si se realiza cada vez que tiene lugar la liquidación de una operación, y creemos que esta realidad alinea nuestro sistema con la recomendación de entrega contra pago. Más aún, la liquidación de los fondos es gestionada por las mismas bolsas de valores, que someten una lista al banco central (Banco de España) con todos los débitos y créditos netos para que sean cargados o abonados en las cuentas de efectivo de los participantes en

el mismo día de la liquidación. Esta última característica proporciona los medios necesarios para cumplir con la recomendación de transferencia de efectivo en el mismo día.

Como conclusión, creemos que nuestro sistema actual puede ser considerado como relativamente bien ajustado a esas dos recomendaciones, aunque aceptamos que el cumplimiento total de la norma de entrega contra pago necesariamente requerirá la puesta en práctica de un sistema completo de registro en anotaciones en cuenta, conjuntamente con todas sus implicaciones legales. Este es precisamente el objetivo al cual nos dirigimos con nuestro futuro sistema.

## **C) Implicaciones técnicas**

A nuestro juicio, la puesta en práctica de las recomendaciones del Grupo de los Treinta afecta de manera muy destacada los aspectos internacionales de la liquidación, alcanzando dos importantes objetivos generales, como son la reducción del riesgo y una mayor eficiencia para todos los participantes en un mercado. No obstante, también creemos que el logro de estas recomendaciones funcionales tiene que estar necesariamente asociado con el reconocimiento y realización de los medios tecnológicos precisos para facilitar el cumplimiento de los objetivos comerciales, así como el apalancamiento o incremento de los beneficios.

Las implicaciones técnicas que consideramos más notables y que, por ello, estamos comprometidos a incorporar dentro de nuestro proyecto, son las siguientes:

*Centralización de la información.*—Estamos totalmente convencidos de que la evolución hacia un sistema de registro por anotaciones en cuenta, donde la propiedad de las acciones está legalmente basada en registros electrónicos —que, por consiguiente, deben ser fuertemente controlados—, junto con la eficiencia que requiere la recomendación del día T + 3, implica la necesidad de centralizar la información en un sistema informatizado.

*Interconexión.*—Un sistema electrónico orientado a la liquidación el día T + 3 o T + 5 tiene que estar basado en una infraestructura de red donde la transmisión de la información pueda realizarse por medios electrónicos, eliminando así toda entrega física de papel o incluso de cintas de ordenador. Contemplamos la realización de tal red como un paso esencial hacia la creación de nuestro nuevo sistema de liquidación.

*Acceso en tiempo real a determinada información.*—Para acelerar los procesos de liquidación y avanzar hacia un procedimiento continuo en el cual están abiertos simultáneamente cinco procesos de liquidación diferentes, correspondientes a otros tantos días de negociación, los participantes necesitan mantener el control de sus transacciones y pagos. Con este fin, tiene que facilitarse un sistema de acceso en tiempo real a través de pantallas conectadas que ayude a los usuarios del sistema a supervisar la información relativa a la situación de las liquidaciones de sus operaciones.

*Flexibilidad.*—Hemos llegado también a la conclusión de que cualquier sistema de liquidación debe ser lo su-

ficientemente flexible como para reducir lo más posible el trabajo de los participantes, evitando así los usuales costes extras que surgen en sus organizaciones cuando se ven obligados a adaptarse a calendarios muy concretos, protocolos de comunicaciones o procedimientos de información. Actualmente nos dirigimos a incorporar dentro de nuestro futuro sistema diferentes opciones para la conexión de los usuarios de los ordenadores, para la transmisión de datos en tiempo real o por lotes y para soportar horarios de tiempo flexibles para la comunicación de ciertos tipos de operaciones.

*Fiabilidad.*—Una de las más importantes características técnicas que deben tenerse en cuenta en la planificación de un nuevo sistema de liquidación a través de registros en anotaciones en cuenta es la fiabilidad. Para alcanzar este objetivo deben considerarse dos puntos principales: el reconocimiento dual de la información y la previsión de los sistemas de respaldo para algunos recursos, tales como el suministro de energía al ordenador central o a los enlaces de comunicación.

#### D) El sistema de identificación ISIN

En lo que respecta a la Recomendación 9, en abril de 1990 el Banco de España transfirió la responsabilidad de la Agencia de Numeración Nacional a la CNMV.

La Agencia de Numeración Nacional española (ANN) ha asignado ya números ISIN (números internacionales de identificación de valores) a 14.000 valores (3.500 cotizados en los mercados oficiales). La CNMV, al igual que el Banco de España y otras entidades oficiales, está apoyando el uso de los números ISIN al requerirlos en cada intercambio de información asociada con los valores. Sin embargo, en las transacciones domésticas, el número de identificación nacional de ocho dígitos está siendo utilizado en paralelo con el ISIN, y no existen todavía planes para una completa sustitución de esta identificación doméstica.

La Agencia de Numeración Española mantiene una base de datos con los números nacionales e internacionales ISIN. Mensualmente, la CNMV envía información actualizada a todas las bolsas de valores españolas y entidades depositarias. Cada seis meses, la CNMV publica un directorio con los números ISIN de todos los valores cotizados, que se distribuye a todas las ANN extranjeras además de las entidades nacionales. Este directorio está también disponible sobre disquete de ordenador.

### 3. EL ESFUERZO DE COMUNICACION

Como se ha indicado anteriormente, todos los esfuerzos dedicados a la definición y planificación del nuevo sistema de liquidación han sido dirigidos por una comisión técnica en la que están representados los bancos españoles y los miembros del mercado (a través de los delegados de las bolsas de valores). Esto ha facilitado la comunicación con todos los futuros participantes, y,

más aún, éstos han tenido la oportunidad de exponer sus peticiones y de influir en el proyecto.

En vista del grado de participación en el proyecto que algunas entidades han alcanzado a través de esta comisión, no esperamos que surjan dificultades al efectuar la transición desde las prácticas de los participantes a las del nuevo sistema, ya que el sistema actual ha situado a aquéllas en un nivel muy próximo al de las metas finales. Los participantes españoles ya no necesitan tratar con frecuentes movimientos de papeles, y se han acostumbrado a los registros electrónicos de los saldos de valores. Actualmente también aseguramos el pago en efectivo en el mismo día, a través de una conexión con el banco central, lo que a su vez facilita la entrega contra pago.

Por otra parte, todavía tenemos que crear la sociedad que se hará cargo del SCL, lograr la liquidación continua el día T + 5, poner en marcha la desmaterialización definitiva de las acciones y establecer el procedimiento de préstamo de valores. Para hacer todo esto nos hemos esforzado en suministrar suficiente información a todos los participantes a través de sus representantes en la comisión técnica y en diseñar un plan de transformación que introducirá los cambios necesarios paso a paso.

### 4. SITUACION PREVISTA PARA FINALES DE 1992

Como resultado de nuestros planes, a finales de 1992 deberemos estar trabajando en las siguientes condiciones:

- El Servicio de Compensación y Liquidación deberá estar formado para hacerse cargo de la liquidación de los valores y de los pagos de fondos, así como para mantener un registro actualizado de todas las anotaciones en cuenta asociadas con los valores cotizados en las cuatro bolsas de valores españolas. Los valores ya deberán estar desmaterializados.
- La compensación de las operaciones entre los participantes directos tendrá lugar durante el mismo día de la operación, alimentando al sistema de liquidación con datos cerrados durante la noche del día T. Habrá un subsistema de confirmación para permitir a los participantes directos asignar las operaciones a los miembros de la compensación y para permitir a éstos aceptarlas o rechazarlas durante los días T + 1 a T + 4.
- La liquidación se hará de manera continua el día T + 5. El objetivo T + 3 será estudiado, pero es improbable que se pueda alcanzar para entonces.
- La entrega contra pago con la asignación de fondos en el mismo día estará funcionando. Creemos que nuestro sistema actual está ya muy próximo a esta situación.
- Finalmente, los préstamos de valores se autorizarán y fomentarán a través de un mecanismo electrónico que tomará a préstamo acciones por cuenta de la sociedad del SCL y compensará las ventas fallidas en el día de la liquidación, para acelerar y garantizar la liquidación de la transacción.