

RELIT: EL NUEVO SISTEMA DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE LA BOLSA DE PARIS

Mayo 1991

1. LIQUIDACION DE LAS OPERACIONES DE VALORES EN LA BOLSA DE PARIS: NECESIDAD DE UN CAMBIO

Con los procedimientos de compensación y liquidación actualmente utilizados en Francia, cada operación de negociación de valores pone en funcionamiento una cadena de acuerdos que conduce, finalmente, al intercambio de títulos y efectivo entre el comprador y el vendedor. Las partes afectadas pueden ser los bancos, las entidades miembros de la bolsa, SICOVAM o el Banco de Francia.

Un estudio realizado en octubre de 1986 puso de manifiesto un cierto número de puntos débiles en el sistema vigente, que las autoridades francesas se dispusieron a remediar.

En esencia, aunque la liquidación final de la Bolsa de París estaba adecuadamente asegurada por los participantes del mercado, las operaciones de soporte administrativo se encontraban sometidas a grandes tensiones debido a los crecientes volúmenes de negociación. Esto situaba a París en una desventaja competitiva frente a los principales mercados mundiales y hacía muy poco en favor de la imagen de su bolsa ante los inversores internacionales. La solución residía en una drástica reforma de los procedimientos de compensación y liquidación, una reforma que está entrando en su etapa final.

2. REFORMAS DEL MERCADO: LA CONCERTACION RINDE SUS FRUTOS

En los últimos años, la Bolsa de París ha demostrado su capacidad para enfrentarse a nuevos desafíos, comenzando por las propias estructuras del mercado. Las funciones del día a día de éste están actualmente colocadas bajo la responsabilidad de la Sociedad de Bolsas Francesas (SBF), con el Consejo de Bolsas de Valores (CBV) actuando como la autoridad supervisora y reguladora del mercado. Las agencias y sociedades de valores han sido autorizadas a expandir su campo de actuación y sus bases financieras a través de su asociación con socios exteriores, y el sistema de comisiones anteriormente vigente ha sido abolido.

Por la misma razón, las operaciones de relación con el público han sido remodeladas para adecuarse a la rápida expansión del mercado francés de capitales. Las innovaciones claves al respecto incluyen la introducción del sistema de negociación por ordenador CAC, la difusión en tiempo real de los datos del mercado a los usuarios y la apertura de los nuevos mercados Matif y Monep, especializados en futuros y opciones financieros.

Pero para seguir siendo competitivos es preciso algo más que una moderna oficina de gestión o de relación con el público: los procesos de soporte administrativo requieren la misma atención si se quiere procesar rápida y económicamente los crecientes volúmenes de contratación. Las autoridades de la Bolsa de París comenzaron a desmaterializar los valores mobiliarios en 1983 y continuaron con la creación de títulos identificables al portador en junio de 1987. Todavía más importante en el éxito de la acción de la bolsa para acrecentar su posición competitiva en Europa fue la creación de un nuevo sistema de compensación y liquidación, llamado RELIT (del francés *Règlement-Livraison*, o liquidación/entrega), sobre el que se empezó a trabajar en 1987.

3. UN NUEVO PROYECTO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION: NECESIDADES Y OBJETIVOS

En el caso de RELIT, las simientes fueron sembradas a principios de 1986, cuando la totalidad de la comunidad financiera y bursátil de Francia reconoció la necesidad de una reforma de los procedimientos de liquidación. A mediados de año el proyecto había tomado forma, y en agosto, el entonces ministro de Finanzas, Edouard Balladur, confió a André Serre, presidente de la central de depósitos de valores de Francia SICOVAM, la tarea de llevar a cabo la reforma. El Estado francés jugó un papel determinante al impulsar para ello la creación de un fondo de investigación y desarrollo.

La Bolsa de París estableció dos objetivos para el RELIT. Primero, el de aumentar la seguridad del mercado y garantizar que la liquidación de las operaciones no tendría un efecto adverso en las posiciones de efectivo y de valores de los participantes. Segundo, ayudar a reducir costes y a aumentar la productividad, tanto del mercado en general como de cada participante. Ambos objetivos sólo podían alcanzarse sustituyendo el sistema antiguo de liquidación por una alternativa rápida, segura, flexible y —sobre todo— sencilla.

RELIT se basó en el apoyo entusiasta de un amplio conjunto de partes interesadas —desde entidades miembros de la bolsa e instituciones financieras a bancos y otras instituciones crediticias, cuerpos profesionales, autoridades reguladoras, la central de depósito de valores SICOVAM, el organismo rector del mercado SBF, en su calidad de cámara de compensación, y las empresas de servicios de transmisión de información.

Consciente de los intereses en juego, estos participantes dieron al proyecto su más completo apoyo, y muchos de ellos han participado activamente en las etapas preliminares de su realización. Estos participantes están representados en RELIT en sus dos órganos de decisión —el Consejo de Dirección y el Comité Ejecutivo—, así como en los grupos de planificación y comisiones de revisión, que incluyen operadores del mercado, personal de las oficinas de soporte administrativo y especialistas en informática.

4. NUEVAS CARACTERISTICAS INTRODUCIDAS POR RELIT

La adopción de procedimientos típicos de liquidación es fundamental para el éxito de RELIT. Y aquí conviene mencionar que los objetivos del proyecto se corresponden en muchos aspectos con las recomendaciones del Grupo de los Treinta sobre los sistemas de compensación y liquidación.

El primer principio básico de RELIT es la entrega de títulos y liquidación de pagos simultánea, que tiene lugar entre compradores y vendedores en el mismo día de su registro a través del cambio de efectivo por títulos o valores.

La segunda regla básica es el cumplimiento de los períodos de tiempo típicos para la liquidación establecidos por las autoridades del mercado. Estos períodos de tiempo tienen que ser, obviamente, compatibles con las prácticas de los principales mercados exteriores.

Inicialmente la base es T + 5 (donde T representa el día de la negociación), excepto en un limitado número de casos, tales como las operaciones realizadas fuera de la bolsa, donde T + 2 puede ser aplicable (es el caso en la mayoría de los mercados exteriores).

La compensación de las operaciones entre entidades miembros de la bolsa implica el saldar las posiciones en efectivo y en valores, en cuyo caso la propia SBF actúa como cámara de compensación entre vendedores y compradores. En el caso de incumplimiento de alguna de las partes implicadas en la transacción, la SBF toma prestados los títulos para cumplir con todas las obligaciones de entrega, actuando así como avalista o garante del mercado en su conjunto. Esto asegura que un simple fallo no iniciará una serie de incumplimientos sucesivos a lo largo de la cadena.

Como parte de la puesta en funcionamiento de RELIT se revisaron los diversos aspectos reguladores, legales y fiscales de las normas y procedimientos de liquidación adoptados por el mercado de París. Los organismos existentes (Conseil des Bourses des Valeurs y SICOVAM) están ahora autorizados para emitir nuevas reglas o modificar las normas existentes según surja la necesidad. En cualquier caso, el total cumplimiento de las nuevas reglas del mercado es esencial para asegurar que el sistema en su conjunto funcione sin dificultad.

5. SATISFACCION DE LAS NECESIDADES DE LOS MERCADOS Y OPERADORES

Conscientes de que ningún sistema único puede satisfacer adecuadamente la amplia gama de las necesidades de todos los diversos mercados y participantes de París, los diseñadores de RELIT construyeron cuatro subsistemas diferentes dentro del proyecto.

- ISB (*Inter-Sociétés de Bourse*), que gestiona las funciones de la cámara de compensación para la casa-

ción o comprobación de las operaciones entre intermediarios y su liquidación.

- SBI (*Sociétés de Bourse-Intermédiaires*), para las transacciones entre intermediarios, incluyendo la validación y confirmación de las operaciones.

- SLAB (*Service de Livraison par Accord Bilatéral o Gré à Gré*), para la casación de las operaciones realizadas fuera de la bolsa por todos los participantes.

- *Dénouement*, o liquidación final y registro, que garantiza la entrega contra pago y se aplica a todos los participantes del mercado.

Estos cuatro subsistemas forman conjuntamente el sistema RELIT de la Bolsa de París. Con la excepción de las operaciones ISB, los mensajes se envían en forma normalizada a través de una red exclusiva de servicios de transmisión de información.

6. UNA RED DE TELECOMUNICACIONES UNICA

Esencial para el éxito de RELIT es una sofisticada red de telecomunicaciones que une a todos los bancos, entidades miembros y sistemas del mercado. Eventualmente, más de 300 participantes pueden relacionarse, intercambiando alrededor de 600.000 mensajes por día, correspondientes a 75.000 órdenes.

Estudios preliminares encargados por los diseñadores de RELIT confirmaron la necesidad de proyectar la red con una máxima fiabilidad de transmisión de datos (incluyendo salvaguardias iguales para todos los participantes y respaldo automático para las emergencias) con el fin de alcanzar los máximos niveles de seguridad, integridad y confidencialidad. La transmisión debe ser garantizada y autenticada, y, sin embargo, lo suficientemente flexible como para permitir a todos los participantes la adaptación a sus propias prioridades (por ejemplo, conservando una relación bilateral más estrecha con ciertos corresponsales u optando alternativamente por dirigirse a sectores más amplios del mercado). Los mensajes requieren un formato normalizado, y la red tiene que ser capaz de hacer frente a importantes variaciones en los volúmenes de negociación.

La red elegida, SIT-*Bourse*, es una versión remodelada de la red de compensación de efectivo utilizada por los bancos franceses. Como red distribuidora puede aceptar amplias variaciones de volúmenes sin perder su capacidad de gestión y representa una respuesta global económicamente eficaz para las necesidades antes descritas.

7. BENEFICIOS PARA LOS PARTICIPANTES Y PARA EL MERCADO

RELIT aporta a los participantes una serie de ventajas importantes. Para comenzar, es bastante más rápido y sencillo que los procedimientos anteriores de liquida-

ción, ya que utiliza una norma de comunicaciones única para casar todas las operaciones —tanto las realizadas a través del intercambio como las efectuadas fuera del mercado, directamente entre las partes contratantes—. En cada caso, un formato de mensaje normalizado elimina muchas de las potenciales áreas de fallo, aportando a los participantes más datos en una forma simplificada.

Con RELIT, los participantes pueden seguir el progreso de las negociaciones y comprobar sus posiciones —tanto reales como provisionales— más estrechamente. El número de discrepancias ha disminuido dramáticamente, y aquellas que continúan son resueltas con mayor rapidez, facilitando la gestión de los flujos de fondos.

El sistema procesa también automáticamente todo tipo de situaciones especiales relativas a los valores (por ejemplo, derechos de suscripción, cupones y emisiones liberadas) que se producen después del comienzo de la negociación y antes de la liquidación final. Esto completa el proceso de las acciones combinadas ya realizadas por SICOVAM.

Para los participantes, los procedimientos más sencillos y normalizados, la eliminación de los impresos físicos de órdenes y la reducción de las operaciones no saldadas se añaden a unas operaciones de respaldo administrativo más eficientes y a unos ahorros considerables en gastos generales. Para el mercado de París en su conjunto, la seguridad, flexibilidad y simplicidad de RELIT representa una ventaja real sobre los mercados rivales.

Es necesario un esfuerzo concertado de todos los participantes para asegurar el éxito del sistema, particularmente para cumplir con sus propias obligaciones dentro de plazo. Todas las oficinas de respaldo administrativo han tenido que actualizar sus normas de operación. La implantación no es sencilla, pero hasta el presente se está desarrollando sin dificultad. Esto se debe, en parte, al hecho de que desde el principio RELIT se ha beneficiado del consejo y apoyo de todos los miembros de la comunidad financiera.

8. A NIVEL DE LOS MERCADOS MUNDIALES

RELIT utiliza procedimientos de compensación y liquidación similares a los adoptados virtualmente por todos los mercados de Norteamérica. Esto está reflejado en sus estructuras: igual que Nueva York tiene su NSCC y DTC y Chicago el MCC y MSTC, en París el sistema *dénouement* de liquidación y registro, más el de operaciones fuera del mercado intermediario-banco, tienen lugar a través de SICOVAM, mientras que ISB, que gestiona continuamente la liquidación de saldos entre firmas miembros de la bolsa, opera a través de SBF.

Conviene destacar, igualmente, el hecho de que RELIT cumple con la mayoría de las recomendaciones del Grupo de los Treinta: establece un sistema fiable de seguimiento de la negociación, está construido en torno a un depositario central de títulos —SICOVAM—, incorpora un sistema de liquidación de saldos de la negociación,

facilita la entrega contra pago dentro de un período de tiempo típico e introduce un amplio sistema de entrega o toma de títulos en préstamo. Y por último, pero no menos importante, está capacitado para llevar a cabo el sistema de numeración normalizado ISIN, recomendado por el Grupo de los Treinta para la emisión de títulos en los casos aplicables.

RELIT permite la implantación de las recomendaciones de la Federación Internacional de las Bolsas de Valores sobre operaciones entre distintos países, lo que debe estimular el crecimiento de las transacciones entre las diferentes bolsas de valores europeas.

9. ESTRUCTURA DEL PROYECTO

Para llevar a cabo el proyecto RELIT se creó un sindicato plurisocietario sin fines lucrativos. Denominado GIE RELIT, este organismo fue el encargado de tres tareas: desarrollar y probar los sistemas necesarios para la compensación y liquidación a nivel nacional, informar a los participantes de los requisitos del proyecto y financiar la totalidad del proyecto. También se planificó una estructura *ad hoc* para formar a los participantes en el uso de los nuevos procedimientos de compensación y liquidación.

Al final de la fase de desarrollo, la responsabilidad de operación de todos los sistemas del RELIT fue transferida al depositario del mercado SICOVAM y a su órgano ejecutivo SBF. SICOVAM es responsable de los subsistemas SBI, SLAB y *dénouement*, así como del funcionamiento de la red *SIT-Bourse*. La SBF está a cargo del ISB. La coordinación y dirección de la puesta en funcionamiento del proyecto global está asegurada por GIE RELIT.

10. DONDE NOS ENCONTRAMOS AHORA

La puesta en servicio del sistema se inició en junio de 1990, cuando el subsistema *dénouement* entró en funcionamiento. En octubre de 1990, SLAB, que maneja las operaciones fuera del mercado, llegó a ser operacional, y un mes más tarde se añadieron los subsistemas diseñados para el tratamiento de las operaciones en el mercado oficial (ISB y SBI).

El arranque de ambos subsistemas, para operaciones interiores y exteriores al mercado, ha sido gradual. Hoy día, algo así como cien participantes utilizan SLAB para sus operaciones fuera del mercado, y más de doscientos compensan y liquidan sus operaciones interiores a través de ISB, SBI y *dénouement* en lo que respecta a 67 valores negociados en el mercado al contado de París.

Tomando como referencia el limitado número de fallos y su rápida resolución, el nuevo sistema está operando satisfactoriamente.

Los planes actuales prevén la extensión de RELIT a finales del año actual a:

- 2.800 valores ahora cotizados en el mercado al contado serán añadidos a los 67 actuales para las negociaciones dentro del mercado, a finales del primer semestre, conforme el sistema va tomando progresivamente su ritmo.

- Los valores cotizados en el mercado de liquidación mensual (RM) serán añadidos en el otoño de 1991, después de una intensa simulación.

- A partir de finales de abril de 1991, un número creciente de transacciones han sido realizadas a través de la red de comunicaciones de SIT-*Bourse*, conforme las interconexiones propias de los participantes del mercado entran en fase operativa.

Los cuatro subsistemas, que juntos constituyen el RELIT, se describen brevemente a continuación:

ISB: Operaciones intermediario a intermediario

ISB maneja todas las operaciones llevadas a cabo entre las entidades miembros —es decir, operaciones CAC, ejercicio de opciones y negociaciones en el parqué.

Después de que la validez y exactitud de los datos de las operaciones introducidas en el sistema por la entidad vendedora han sido verificados, ISB emite un informe diario de negociación o de operaciones para cada firma, especificando efectivo y cantidad. El miembro de la bolsa (que actúa como comprador o vendedor) utiliza este informe de negociación como base para casar las órdenes de los clientes con el mercado. Puesto que las operaciones CAC están por definición cerradas, la participación del subsistema ISB en la verificación de operaciones está restringida al muy limitado número de operaciones de bolsa que tiene lugar fuera del sistema informatizado CAC.

Si una operación se describe incorrectamente en el informe de negociación, las entidades miembros intentan corregir el error. Para ello, los cambios deben ser introducidos tanto por el comprador como por el vendedor, y el resultado se comprueba de nuevo. Las partes tienen hasta el día T + 1 para casar las operaciones en esta forma, después del cual las no impugnadas son consideradas aprobadas tal cual y enviadas para liquidación. Las operaciones impugnadas que no ha sido posible casar son eliminadas del sistema. Todas las operaciones corregidas son identificadas como tales en el informe de negociación.

ISB está basado en un proceso de liquidación de saldos similar a los sistemas de compensación utilizados en Norteamérica. Así, cerradas y casadas las operaciones, el flujo se introduce en el sistema de compensación y liquidación de saldos ISB, donde todas las transacciones son saldadas en una posición única (efectivo y cantidad) por valor, por liquidación diaria y por entidad miembro del mercado.

Entre los días T + 1 y T + 4 en el mercado al contado, y entre los días T + 1 y el de liquidación en el RM, las

posiciones de riesgo se calculan diariamente. Los miembros cubren sus propios riesgos a través de depósitos en sus cuentas de compensación, y las llamadas por márgenes excedidos se procesan diariamente.

Todas las posiciones —cortas o largas— son enviadas al sistema de liquidación la tarde del día anterior a la liquidación. Esta tiene lugar el día T + 5 para el mercado al contado, y mensualmente para el RM (mercado de liquidación mensual).

Después del día T + 5 (o después de la fecha fijada para el RM), los fallos se comunican al mercado. En este punto, la cámara de compensación puede intervenir con préstamos automáticos de títulos para cumplir su compromiso de entrega de valores al comprador. Adicionalmente, las nuevas normas mejoran las condiciones de compra de valores después del período fijado y aseguran que el SBF es capaz de eliminar las operaciones no liquidadas entre los miembros de la cámara de compensación.

SBI: Operaciones broker-banco

SBI gestiona la comparación de operaciones entre las firmas miembro y los participantes indirectos del mercado para todos los valores cotizados en la Bolsa de París. Al igual que SLAB y *dénouement*, descritos más abajo, está a cargo de SICOVAM.

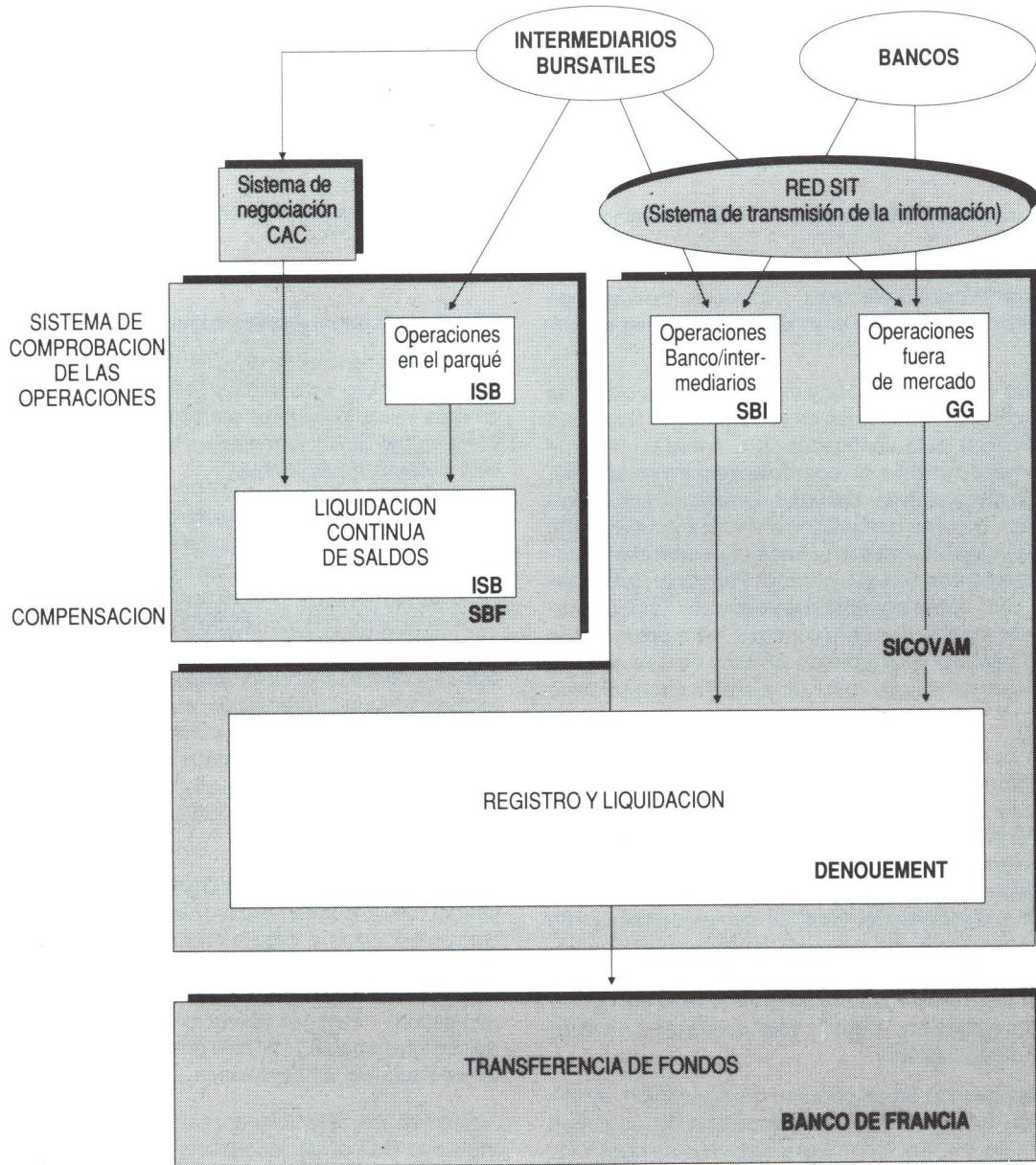
Cuando una entidad miembro ejecuta una orden de una no miembro, emite inmediatamente una nota de confirmación, fijando el precio neto de los valores o efectivo implicados, tanto al participante como al SBI. Esto se hace utilizando un formato de mensaje normalizado desarrollado por SBI, que incluye los términos de la operación, las comisiones correspondientes y los gastos. A la recepción de la confirmación, el no miembro del mercado responde, bien con una aceptación o bien con un rechazo. El rechazo equivale a la cancelación, en cuyo caso la entidad miembro puede volver a formular la operación y enviar una nueva confirmación para ser procesada de la misma manera.

En cada etapa, todas las partes implicadas son mantenidas completamente informadas del progreso de las comprobaciones o casaciones (si las operaciones han sido confirmadas y así transformadas en órdenes de pago/entrega, si están todavía pendientes o si han sido rechazadas). Para las operaciones en el mercado de liquidación mensual se emiten unos informes dando cuenta detallada de las posiciones.

Cuando las operaciones han sido confirmadas, SBI transmite las instrucciones de entrega/pago para la liquidación final por el sistema.

El tiempo preciso para la liquidación final es T + 5 o, en el caso de las transacciones en el mercado de liquidación mensual, el día fijado de liquidación (cinco días después del último día de registro). Sin embargo, si la confirmación se envía después del día T + 3, la liquidación final se realiza tres días más tarde. Tiempos más

ESTRUCTURA DEL SISTEMA RELIT



breves pueden ser fijados entre los contratantes individuales que participan en una operación.

SLAB: Operaciones fuera del mercado

SLAB se utiliza para casar las operaciones ejecutadas fuera de la bolsa, tanto por miembros como por no miembros, y se emplea también para introducir órdenes, que requieren la confirmación de la parte contraria, por los dos participantes del mercado. Para hacerlo así los dos miembros de una operación introducen detalles tales como precio y día de liquidación en el sistema. Las dos partes de la transacción son entonces comparadas; en el supuesto de que casen, la operación es considerada firme y equivalente a una instrucción de pago/entrega. Para garantizar la operación dentro del período marco establecido, la casación debe ser completada, lo más tarde, el día anterior a la liquidación.

SLAB mantiene informados a los operadores de los resultados netos (notas de casación, llamadas, validaciones, asientos, notas urgentes, etc.). La tarde del día anterior a la liquidación, como más tarde, SLAB transfiere las instrucciones de las operaciones casadas al sistema de liquidación.

En la mayoría de los casos se produce una rápida liquidación: el tiempo usual para las operaciones mencionadas es de T + 2, pero el sistema puede igualmente manejar fechas de liquidación más tempranas (T + 1).

Liquidación y registro final (*dénouement*)

Esta etapa final de la cadena de compensación y liquidación maneja las órdenes de entrega/pago procedentes de los sistemas de casación de las operaciones y de los sistemas de fijación de saldos entre miembros que ya han sido descritas. Sólo los participantes en SICO-VAM tienen acceso a esta fase de liquidación y registro

final y, por ahora, sólo se aceptan las operaciones en francos franceses.

Es en esta etapa cuando las transferencias de valores se registran en las cuentas de los miembros con SICO-VAM, y los correspondientes importes en francos franceses anotados en las cuentas corrientes de los miembros abiertas en el Banco de Francia.

En la mañana del día de liquidación, los participantes son informados de sus posiciones netas provisionales en títulos y en efectivo; esto se realiza como consecuencia del proceso de imputación simulado. Dichos participantes pueden cubrir sus posiciones cortas en la misma mañana, mediante la entrega de los títulos precisos para el asiento inmediato de las correspondientes transferencias.

A la terminación de este período, el Banco de Francia informa al sistema de liquidación de la posición de compra neta autorizada de cada participante, basada en la garantía depositada en él por cada uno de ellos con anterioridad a la liquidación.

Con la excepción de las transferencias anotadas durante dicho período, la entrega y pago se realizan concatenadamente, para asegurar el mayor número posible de liquidaciones finales.

La liquidación no se finaliza si no existe disponible una cantidad suficiente de títulos, y los movimientos de efectivo relativos a las operaciones que han sido liquidadas caen dentro de las posiciones de compras netas autorizadas. Cuando no se cumplen esas condiciones, las operaciones se registran como fallos y se arrastran hasta el día siguiente para su liquidación.

A continuación de este proceso de registro, los detalles de las operaciones liquidadas o en suspenso se facilitan a los participantes, conjuntamente con las posiciones finales de efectivo y títulos.