

---

## **OPINIONES**

A large, empty rectangular box with a thin black border, occupying most of the page below the title. It is intended for the user to write their opinions.



# HACIA LA GRAN AGILIZACION DE LA BOLSA

Ana I. PEREDA

Jefe de la Sección de Finanzas de *Expansión*

La instauración del nuevo sistema de compensación y liquidación comportará, sin duda, una agilización para la Bolsa española en un entorno de adecuación y modernización respecto a otros mercados europeos, aunque aún está por comprobar su funcionamiento en la práctica. Para ello, se establecerá un marco concreto para que exista un único centro de liquidación y compensación, además de la conversión de los títulos en anotaciones en cuenta —con lo que se eliminan dificultades en la liquidación— y el principio de entrega contra pago. Adicionalmente, la desaparición de incertidumbres sobre el período de liquidación, que representará hasta cinco días frente a los siete de ahora —el objetivo es que en el futuro se reduzcan a tres—, es muy valorada por el mercado.

## ENTORNO EUROPEO

El sistema de liquidación y compensación español será homologable al que disfrutaban otros países europeos, según indica **Aníbal Sánchez Andrés**, Consejero de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), al establecerse la liquidación en plazos previamente marcados, la neutralidad financiera del aparato liquidador y, especialmente, la simultaneidad de las entregas de los valores contra el pago de su precio. La urgencia de su puesta en funcionamiento está forzada por la creciente competencia que existe en los mercados internacionales, indica **Agustín Garmendia**, Consejero de Norbolsa.

Según **Manuel Pizarro**, Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid, la década de los noventa está confirmando la tendencia de interrelación entre las bolsas, y la globalización de los mercados genera estrategias de inversión que se extienden por todo el mundo. El nuevo sistema se acerca a los implantados en Alemania, Suiza, Ho-

landa y Dinamarca, que funcionan ya en un esquema de liquidación diaria en un período máximo de cinco días y garantizan la entrega contra pago.

Entre las ventajas, **Pizarro** destaca el sistema de fianzas para garantizar las obligaciones dinerarias que implica la liquidación bursátil, similar al actual, pero que, además de incluir a sociedades y agencias miembros del mercado, también engloba a bancos y cajas de ahorros. Crecen los medios de aseguramiento de la entrega de los valores por parte del vendedor en la fecha de liquidación, y así se completa el actual mecanismo de recompra de los títulos en el mercado con un procedimiento de préstamo de valores.

**José Serna**, Presidente de la Rectora de la Bolsa de Barcelona, indica que el nuevo marco permite la desmaterialización de los títulos físicos y, por tanto, una reducción significativa de los costes de las entidades depositarias.

El riesgo de contrapartida, aunque no queda eliminado, será muy limitado, al adoptarse el importante principio de entrega contra pago. En opinión de **Garmendia**, el inversor sólo tendrá que preocuparse de utilizar un liquidador de probada solvencia. Más optimista es aún el Presidente de la Rectora de la Bolsa de Bilbao, **José Luis Marcaida**, que considera que, como en los supuestos de incumplimiento en el intercambio se prevé el establecimiento de un sistema de préstamo de valores y recompras, se elimina el riesgo de falta de contrapartida. **Aníbal Sánchez Andrés** dice que el riesgo de contrapartida no será relevante, porque el nuevo sistema incorpora un mecanismo de fianzas que garantiza suficientemente la materialización de los pagos, y además el servicio puede tomar a préstamo los valores que necesite para asegurar la entrega en los plazos legalmente previstos. **Serna** considera que este riesgo se reduce a medida que se acorta el plazo de tiempo que media entre la negociación y la liquidación de las operaciones.

## INVERSION EXTRANJERA

---

Por otra parte, la modernización del mercado atraerá la atención de la inversión extranjera, lo que aumentará su confianza en la eficacia del sistema.

**Garmendia** reconoce que actualmente existe cierta incertidumbre sobre el período de cobro de las ventas, sobre todo en las liquidadas con títulos físicos y en las acciones nominativas, en las que el emisor puede retrasar considerablemente la liquidación, lo que se solucionará con el mecanismo que se ultima.

Y precisamente la liquidación se ha convertido en una característica diferencial para el mercado. Como señala el Presidente de la Bolsa de Madrid, las dolorosas experiencias derivadas del *crash* de 1987 y la caída de los mercados en 1989 han sensibilizado enormemente a los grandes inversores institucionales extranjeros, que ahora buscan una liquidación sencilla, barata, segura y, especialmente, muy ágil.

**José Samper**, Presidente de la Rectora de la Bolsa de Valencia, opina que la puesta al día en la liquidación permitirá que las bolsas españolas sean más competitivas en el panorama internacional por su mayor eficacia y homologación con modelos más desarrollados.

El acortamiento del período de liquidación aumentará el interés de la inversión extranjera por el mercado español, aunque, como indica **Garmendia**, la liquidación diaria tendrá el inconveniente de la desaparición de prácticas especulativas, como el denominado *semaneo*, al que el mercado atribuye el 15 por 100 de su volumen de negocio.

## DIFICULTADES

---

A nadie se ocultan las dificultades del nuevo sistema. El Presidente de la Rectora de la Bolsa de Bilbao indica que, si bien los logros aumentarán la credibilidad del mercado bursátil español, el nuevo sistema se encontrará con importantes obstáculos, como la misma transformación de los títulos físicos

en anotaciones en cuenta —es decir, en una referencia técnica—, dotar de la adecuada infraestructura al servicio, y resolver los excedentes de personal con que hoy se encuentran las bolsas, al tener asignadas funciones que asumirá el nuevo Servicio de Compensación y Liquidación.

**Pizarro** reconoce que la construcción de un sistema de liquidación es muy compleja, no por la implantación del sistema informático que requiere, sino por la implicación de los diferentes protagonistas, lo que hace necesario un esfuerzo coordinado del mercado.

Por añadidura, durante un cierto período, muchos procedimientos deberán ser duplicados mientras el nuevo sistema se encuentre en período de rodaje.

## LA PRESENCIA DE LA BANCA

---

Un debate inevitable es si la condición de entidades adheridas al nuevo Servicio de Compensación y Liquidación de que disfrutaran diversas entidades financieras comportará una mayor bancarización de la Bolsa. **José Samper** reconoce que hubiera preferido un mayor protagonismo de las bolsas en este punto. **Garmendia** declara que la bancarización de la Bolsa española es un hecho que refleja la importancia que la banca tiene en el conjunto de la economía española. Considera lógica su participación, pero añade que es cierto que, al participar en el capital del nuevo Servicio de Compensación y Liquidación, los bancos acceden de manera indirecta al importante negocio bancario que supone la compensación y liquidación bursátil, que hasta ahora permanecía lejos de su alcance. **Marcaida** opina que las entidades financieras son, de forma natural, los grandes agentes animadores del mercado bursátil.

**Pizarro** afirma que no ve tan importante quién tenga la mayoría del capital del Servicio, sino cómo se instale y gestione el sistema, y considera indudable que en esa gestión tiene que participar la Bolsa.



Aníbal SANCHEZ ANDRES

Consejero de la CNMV

—¿Qué ventajas considera que puede aportar el sistema de anotaciones en cuenta, recogido en los artículos 5 a 12 de la Ley del Mercado de Valores, respecto al de fungibilidad hasta ahora existente?

—El Real Decreto de 25 de abril de 1974, y las sucesivas normas de inferior rango que fueron dictándose para su desarrollo, inauguraron entre nosotros un nuevo sistema de liquidación de operaciones bursátiles, dentro del cual los títulos admitidos a cotización (e incluidos en dicho sistema) debían funcionar como valores fungibles. Se sustituía, por tanto, el soporte documental por una referencia técnica. Si se prescinde de la mayor amplitud del régimen legal vigente, que permite extender el registro contable de valores anotados a instrumentos no admitidos a cotización en mercados secundarios oficiales, lo cierto es que, desde un punto de vista estrictamente operativo, la alternativa de funcionar con simples referencias técnicas o con anotaciones en cuenta en un sentido estricto no presenta diferencias sustanciales en la práctica. El nuevo régimen de anotaciones aprovecha la experiencia y el utillaje técnico del sistema anterior —al cual viene a perfeccionar—, de manera muy especial en lo que toca a la coherencia del diseño jurídico que le sirve de marco y fundamento.

Ahí es donde, a mi parecer, hay que situar las principales mejoras del sistema. Porque tratar documentos esencialmente circulantes y que legitiman por la posesión, cual sucede con los valores mobiliarios, como cosas que no sólo no circulan materialmente, sino que, por el contrario, permanecen inmovilizadas en las arcas de las entidades depositarias constituye una absoluta contradicción en el plano de la realidad. En el momento de dictarse la normativa reguladora del sistema de fungibilidad, tampoco podía resolverse adecuadamente dicha contradicción en el plano del Derecho, al no reconocer entonces nuestro ordenamiento otra forma de representación de los valores que la articulada por medio de títulos. Hoy, en cambio, la legislación traduce mejor aquella realidad económica: primero porque los valores pueden representarse mediante anotaciones; y, segundo, porque entre las dos modalidades de publicidad que, en cuanto a la circulación de los derechos, reconocen desde siempre todos los sistemas jurídicos (la posesoria y mobiliaria, y la basada en inscripción de las transmisiones o publicidad de naturaleza registral) apuesta decididamente por la última, al menos para los valores cotizados. Con ese cambio, se eliminan las incoherencias intrínsecas del viejo sistema de fungibilidad (que funcionaba, de hecho, como una extraña comunidad *pro diviso* entre todos los depositantes de valores, sin base legal suficiente para sustentar tan extraña colectividad), al tiempo que a las indudables facilidades técnicas, que por sí mismo procuraba ya el mecanismo de transferencia contable, vienen a añadirse ahora otros elementos —como el carácter constitutivo de la inscripción y la inoponibilidad de excepciones respecto de quien adquiere conforme al registro de anotaciones— que aportan las nuevas reglas de seguridad jurídica, antes ausentes del sistema de compensación y liquidación de títulos fungibles.

—La competencia entre diversos mercados bursátiles europeos no se limita a las fases de contratación, sino que se extiende también a la fase de compensación y liquidación. ¿Cree que el nuevo sistema de compensación y liquidación, actualmente en elaboración, servirá para fortalecer la posición del mercado español en esa competencia?

—En este aspecto, parece posible afirmar que, cuando menos, el sistema de compensación y liquidación español resultará homologable con los correspondientes de los países europeos más representativos, y estará en condiciones de ir cumpliendo los objetivos que para tales organismos reclama el informe del llamado «Grupo de los Treinta». La liquidación objetivada en plazos preestable-

cidos, la neutralidad financiera del aparato liquidador, su aptitud para proyectar idéntico procedimiento liquidatorio a toda clase de valores (sin otras diferencias que las inexcusables que deriven de su distinta naturaleza), y sobre todo la simultaneidad de las entregas de esos valores contra el pago de su precio (*delivery v. payment*), reciben en el nuevo diseño una atención especialísima, sólo comparable al esfuerzo dedicado a resolver los tradicionales problemas (desgloses, incidencias, etc.) que perturbaban los procesos liquidatorios en nuestro país. Desde luego, por el lado de la compensación y la liquidación, nuestros mercados podrán resistir perfectamente la comparación con otros acaso económicamente más desarrollados, pero en los que la prensa da cuenta a menudo de los estrangulamientos que sufren los procesos referidos, y que también tienen por delante una tarea difícil para ir institucionalizando unos principios (universalidad, neutralidad, objetivación de plazos y entrega contra pago) que, como queda dicho, el nuevo Servicio de Compensación y Liquidación español parece tener plenamente asumidos.

—*En su opinión, ¿cuáles pueden ser las mayores dificultades para la implantación de ese nuevo sistema, y cuál la urgencia que debería atribuirse a su puesta en funcionamiento?*

—Sobre el último aspecto, soy del parecer de que un sistema destinado a durar debe concebirse mucho más en términos de garantías de buen funcionamiento que en términos de velocidad de implantación. El tráfico de valores no ha dejado de existir bajo un sistema de fungibilidad defectuoso y va a precisar seguramente de ajustes ulteriores bajo el que ahora trata de articularse. Que el Servicio de Compensación y Liquidación empiece a andar con buen pie y suficiente preparación, generando confianza, es lo fundamental. Sobre todo porque, efectivamente, habrá que superar dificultades para su definitivo afianzamiento. Dificultades, en primer lugar, de mentalidad y de tradición, ya que será preciso ir acostumbrándose a la desmaterialización de los valores y al planteamiento informatizado de su tráfico, lo que exige una mayor disposición a renovar lo que hace tres siglos José de la Vega, autor del primer libro que se conoce sobre el comercio de acciones, denominaba el «gusto imaginario» por la entonces —como ahora— novedosa maquinaria de negociación. Pero, por eso mismo, es menester también estar muy atentos, en segundo lugar, para poner en marcha sin regateos los importantes esfuerzos de adaptación

—en este caso, muy a ras de tierra— que, empezando por los nuevos desarrollos informáticos, los organizativos y las mayores exigencias de *reporting* y notificación, demandará el buen funcionamiento del nuevo sistema. Estos son los retos a afrontar, y no son pequeños.

—*¿Cree que el nuevo sistema comportará una mayor seguridad y eficacia que pueda atraer mayor inversión al mercado de valores español, y en concreto fondos extranjeros?*

—Creo sinceramente que la contribución del nuevo sistema a la consecución de tales objetivos puede ser muy estimable. Tal como está diseñado, debe aminorar costes operativos, lo que —si el mercado es eficiente— debería beneficiar a todos los inversores; naturalmente, también a las instituciones de inversión colectiva, domésticas o foráneas. La mayor seguridad y eficacia del nuevo sistema debe mostrarse además en otros muchos aspectos, en parte ya mencionados; desde su disposición a corregir problemas endémicos —como puede ser la inflación de títulos, que no conjuraba el sistema de fungibilidad— hasta la aminoración de riesgos, para no insistir ahora en la mejora que en todos los órdenes (teóricos y prácticos, económicos y jurídicos) supondrá el acortamiento de plazos de entrega. Por este lado, el carácter objetivo y seguro de los términos de cumplimiento, característica de los contratos de Bolsa que la doctrina clásica solía poner como el ejemplo más puro de los contratos sometidos a «término esencial», podría empezar a recuperarse frente al desmentido práctico de aquella calificación teórica que cada día nos recordaba machaconamente la vida del tráfico.

—*¿Considera que la condición de entidades adheridas al nuevo servicio de que disfrutaban diversas entidades financieras aumentará la bancarización de la Bolsa?*

—En este punto, me parece importante dejar claramente sentado que las entidades adheridas al nuevo sistema van a ser prácticamente las mismas que ya operaban, de uno u otro modo, bajo el antiguo. No habrá variación sustancial. Si acaso —y de ser así, la tendencia apuntaría más bien en sentido contrario a la pregunta— cabe suponer que algunas otras entidades que no se ocupaban de la gestión de depósitos vayan animándose a iniciar dicha actividad, sobre todo en la medida en que la llevanza de cuentas resulte más fácil bajo el nuevo sistema.

—*¿Cómo afecta el sistema de liquidación y compensación que se va a incorporar al riesgo de contrapartida en la negociación de valores?*

—Aludía de pasada en la contestación a una pregunta anterior a la mejor aptitud del nuevo sistema para aminorar riesgos. Me parece que el de contrapartida, al que ahora se alude, no será relevante en cuanto que, como es sabido, el nuevo sistema incorpora dos piezas que deben contribuir a corregirlo de antemano, desde ambos lados de la liquidación. Porque, en lo que se refiere a la liquidación de efectivo, existe un mecanismo de fianzas que garantiza suficientemente la materiali-

zación de los pagos; y, en lo que toca a la entrega de valores, el Servicio de Compensación y Liquidación puede tomar a préstamo los que necesite para asegurar la entrega en los plazos legalmente previstos. Más allá de todo eso, podría quedar abierto todavía un espacio, que esperamos no sea necesario recorrer, para el funcionamiento de compras o ventas de reemplazo, que, como se recordará, fue una de las salidas clásicas a los fenómenos de incumplimiento de los contratos bursátiles. Pero me parece que es un remedio del que debe huirse ahora en la medida de lo posible, puesto que la última experiencia recogida en relación a la práctica de las denominadas «recompras» no puede decirse que haya resultado positiva.



Manuel PIZARRO MORENO

Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid

—¿Qué ventajas considera que puede aportar el sistema de anotaciones en cuenta, recogido en los artículos 5 a 12 de la Ley del Mercado de Valores, respecto al de fungibilidad hasta ahora existente?

—El avance esencial que implica un sistema de anotación en cuenta como el definido en nuestra Ley del Mercado de Valores consiste en la eliminación del título valor físico, que hasta ahora ha de intercambiarse entre las entidades participantes en el proceso de liquidación. Esta desmaterialización supone que la transmisión de la propiedad de los valores se completará por una mera transferencia contable entre registros contenidos en un sistema informático, lo cual agiliza notablemente este tráfico mercantil, dotándole además de una mayor seguridad, al eliminar riesgos de pérdida, destrucción, etc. Todo ello se traduce en una mayor liquidez para el inversor.

A esta ventaja, genérica para todos los valores que se representen mediante anotaciones en cuenta al amparo de la Ley del Mercado de Valores y de la Ley de Sociedades Anónimas, hay que añadir una serie de avances que están incluidos en el diseño del sistema de compensación y liquidación

por anotación en cuenta, el cual será de aplicación, en concreto, a los valores admitidos a negociación en un mercado bursátil.

En primer lugar, debemos destacar la unicidad del sistema, que, aun respetando las particularidades de algunas emisiones, en esencia será el mismo para todos los valores. El sistema fungible actual es de aceptación voluntaria para el propietario de los valores, y aunque el esfuerzo de todo el mercado lo ha generalizado para un 90 por 100 del volumen de contratación, sólo con un soporte legal podía obtenerse el 100 por 100.

Por otra parte, se ha introducido en el sistema el principio de entrega contra pago, que debe implicar el incondicional, irrevocable y simultáneo intercambio de valores y dinero; la correcta aplicación de este principio reducirá el riesgo del propio sistema.

Tradicionalmente, la Bolsa se ha preocupado de establecer un sistema de liquidación que fuese seguro para el inversor y para los propios participantes directos en él. Las medidas que a tal efecto se incorporaron al sistema fungible, actualizándose con el tiempo, se han mantenido con acierto en el nuevo sistema, e incluso se han reforzado. Por ejemplo, la referencia técnica, que pasará a denominarse «referencia de registro», sigue asignándose a cada operación cruzada en el mercado, de modo que la sociedad o agencia de valores y Bolsa pueda consignarla en la documentación que entrega a su cliente, lo cual está garantizando la adjudicación definitiva de los valores al inversor final. Se mantiene también la objetivación de la fecha de liquidación, garantizándose que la liquidación de una operación tendrá lugar un número determinado de días después: en principio, se mantendrá en siete días, para reducirse, en cuanto sea posible, a cinco.

El sistema de fianzas para garantizar las obligaciones dinerarias que implica la liquidación bursátil es similar al actual, si bien se generaliza a todos los participantes, al incluir no sólo a las sociedades y agencias miembros del mercado, sino a los bancos y cajas de ahorros. Por último, se aumentan los medios de aseguramiento de la entrega de los valores por parte del vendedor en la fecha de liquidación, completando el actual mecanismo de recompra de los títulos en el mercado con un procedimiento de préstamo de valores, establecido con el objetivo de garantizar la recepción a tiempo, por parte del comprador, facilitando al vendedor un plazo adicional para poner los valores a disposición del sistema.

—La competencia entre diversos mercados bursátiles europeos no se limita a la fase de contratación, sino que se extiende también a las fases de compensación y liquidación. ¿Cree que el nuevo sistema de compensación y liquidación, actualmente en elaboración, servirá para fortalecer la posición del mercado español en esa competencia?

—La década de los noventa está confirmando la tendencia a la interrelación entre mercados de valores y, en definitiva, entre economías que ya se dibujaba con claridad en los ochenta. Esta internacionalización genera estrategias de inversión que tienen un carácter global y contemplan no sólo Europa, sino el mundo entero, como objetivo posible.

En este sentido, los sistemas de liquidación se han convertido en un factor de decisión más. La Bolsa ha tenido presente este factor y se ha preparado, desde hace años, para poder asimilar el aumento de volumen que ha representado la presencia constante de la inversión extranjera en nuestro mercado desde 1986. El sistema fungible era vanguardista en 1974, pero no hemos dejado que se hiciese viejo. En el entorno anterior a la reforma, se mejoró el sistema de compensación de efectivos en términos de agilidad y seguridad, y se aumentaron a dos las presentaciones de ventas cada semana; en el ámbito de la Rectora, se ha conseguido generalizar el sistema de fungibilidad también a los valores nominativos y se ha establecido un ciclo diario de liquidación, en lugar de semanal.

No obstante, la reducción del coste y del riesgo inspiran los estándares, cada vez más ambiciosos, que han de cumplir los sistemas de liquidación; estos estándares se traducen en recomendaciones emitidas por diversos organismos internacionales, como el «Grupo de los Treinta» o la Federación Internacional de Bolsas. Dichas recomendaciones están siendo contempladas en la construcción del nuevo sistema de liquidación y, por tanto, nos van a permitir eliminar cualquier desventaja en la situación de partida con respecto a otros países que también están realizando esfuerzos importantes. Es más, pueden situarnos cerca de la primera línea, mejorando la posición de España frente a países en vanguardia y ganando distancia respecto a otros mercados actualmente menos avanzados en materia de liquidación.

En este sentido, nuestro sistema se va a acercar mucho a los de Alemania, Suiza, Holanda o Dinamarca, que funcionan ya en un esquema de liquidación por anotación en cuenta centralizada, con liquidación diaria en cinco días hábiles como má-

ximo, y garantizan el principio de entrega contra pago.

Estados Unidos y Canadá son países donde actualmente puede liquidarse en cinco días, pero que soportan todavía un sistema de custodia de títulos físicos en varios depositarios especializados, que además no tienen el total de los valores en sus cajas, pues muchos inversores mantienen sus títulos directamente o a través de sus agentes. No obstante, a lo largo de 1992-1993, se han propuesto liquidar por anotación en cuenta y en tres días.

Francia culminó en 1988 su proceso de desmaterialización, pero hasta hace muy poco su liquidación se realizaba sólo una vez al mes. Todavía liquida parte de su volumen en un esquema mensual, si bien ha introducido un sistema de liquidación en cinco días que el año próximo se acortará a tres.

Países como Gran Bretaña o Italia tienen aún sistemas de liquidación de períodos quincenales o mensuales, respectivamente, con intercambio de títulos físicos. Pero no debemos perder de vista que también estos países han puesto en marcha proyectos de liquidación ambiciosos, que darán sus frutos en 1992-1993.

—En su opinión, ¿cuáles pueden ser las mayores dificultades para la implantación de ese nuevo sistema, y cuál la urgencia que debería atribuirse a su puesta en funcionamiento?

—La construcción de un sistema de liquidación es una tarea de gran complejidad en la práctica, no sólo por la dificultad técnica que entraña el diseño informático del sistema central, sino por las implicaciones que tiene para todos los sujetos del mercado de valores en su sentido más amplio: miembros del mercado, entidades depositarias, sociedades rectoras, entidades emisoras, etcétera.

Las herramientas informáticas con las que ha de contar el sistema son sofisticadas, y su diseño ha de ser minucioso para contemplar la amplia casuística que genera la operativa bursátil en el día a día. De otro lado, el sistema estará cimentado en una red de comunicaciones con capacidad de interconectar en tiempo real a todos los participantes, la cual, si bien es esencial para dar un buen nivel de servicio, también requiere una instalación laboriosa.

Todo ello implica un esfuerzo coordinado de todo el mercado para implantar en cada entidad no sólo sistemas mecanizados internos capaces de atender las especificaciones exigidas en el nuevo modelo de liquidación, sino también procedi-

mientos administrativos diferentes que permitan gestionar correctamente su relación con el nuevo sistema. En este sentido, resulta básico atender a la formación del personal técnico que haya de asumir la responsabilidad del manejo diario de la liquidación, de modo que el inicio del sistema no resulte traumático para ninguna entidad adherida ni para el propio servicio de compensación y liquidación.

No debemos renunciar, pese a estas dificultades y otras de índole legislativo o laboral que pudiesen surgir, a la puesta en marcha, a corto plazo, del nuevo sistema. El objetivo, ya publicado, del 30 de marzo de 1992 es ambicioso, pero todos hemos de contribuir a su cumplimiento. Aunque sea de modo progresivo, para su posterior complemento en los meses siguientes, es urgente que un primer núcleo central del sistema esté en funcionamiento dentro de plazo. Con el entorno internacional antes descrito, un retraso en el calendario es algo que nuestro mercado no se puede permitir.

Precisamente con idea de ir anticipando las características del futuro sistema, las propias bolsas, con el apoyo de la Comisión Nacional y de las entidades participantes en la liquidación, han ido avanzando en temas tan importantes como la generalización del sistema de fungibilidad a los valores nominativos o la implantación de un ciclo diario de liquidación, sustituyendo el período contable semanal vigente hasta noviembre de 1991.

*—¿Cree que el nuevo sistema comportará una mayor seguridad y eficacia que pueda atraer mayor inversión al mercado de valores español, y en concreto fondos extranjeros?*

—La canalización de la inversión hacia un mercado es cada vez más selectiva, y muy especialmente en el caso de la inversión de no residentes.

El análisis de un mercado tiene muy en cuenta su riesgo y el coste que implica. En este sentido, la liquidación se convierte en una característica diferencial para un mercado. Las experiencias, en general dolorosas, resultantes del *crack* de 1987, y el posterior de 1989, para los grandes custodios globales en materia de liquidación han sensibilizado enormemente la inversión extranjera en este tema. No se buscan sólo mercados con un sistema de formación de precios serio o con una buena difusión de información, sino con una liquidación sencilla, barata, segura y muy ágil. De nada sirve un mercado amplio, con capacidad de contrapartida, si a la hora de desinvertir en un valor la liquidación lo dificulta.

El nuevo sistema de liquidación ofrece una buena infraestructura al mercado español en este sentido, puesto que se ha diseñado su filosofía con un objetivo de reducción de coste y de riesgo. Ahora bien, debemos ser muy conscientes y cuidadosos a la hora de llevar a la práctica estos objetivos. Si no es así, otros lo harán por nosotros: sistemas de liquidación internacionales, como Euroclear y Cedel, controlados por grandes bancos, ofrecen ya servicios de liquidación, cada vez más rápidos y baratos, que son una alternativa para la liquidación de transacciones internacionales de valores.

El principio de entrega contra pago es la esencia en la gestión de riesgos de un sistema; por eso hemos de conseguir que se cumpla estrictamente; esto se traduce en la colaboración necesaria del Banco de España, de modo que el sistema de liquidación pueda enviarle el resultado de la liquidación de efectivos para su anotación en las cuentas de los participantes el mismo día en que éstos han entregado o recibido los valores. Lo mismo ocurre con los medios de aseguramiento de la entrega de valores que antes se han mencionado: el préstamo de valores no será sencillo de implantar en un mercado en que no goza de ninguna tradición. Su tratamiento fiscal, asimilándole a los rendimientos del capital mobiliario, y no como realización de plusvalías, ha sido un paso importante, pero queda por hacer una labor de promoción de este nuevo instrumento en nuestro mercado. No obstante, éstos no han de convertirse en obstáculos si queremos ofrecer imagen y garantía de seguridad ante la inversión extranjera.

Un mercado de confianza, como el nuestro, debe cuidar la disciplina de los participantes en su sistema de liquidación, aunque con la sensibilidad suficiente para no constreñir en exceso su actuación. Lo mismo ocurre con las condiciones de acceso al sistema de liquidación. La exigencia beneficia a todo el mercado y lo fortalece, y los inversores no residentes valorarán esta cualidad, como lo han venido haciendo en los últimos años.

*—¿Considera que la condición de entidades adheridas al nuevo servicio de que disfrutaban diversas entidades financieras aumentará la bancarización de la Bolsa?*

—La importancia de conseguir un sistema de liquidación eficaz, seguro y barato es clave para el desarrollo futuro de todo nuestro mercado; por tanto, es un objetivo que trasciende a la mera composición accionarial del nuevo servicio. No es tan importante quién tenga la mayoría, sino cómo se instale y se gestione luego el sistema.

Es indudable que en esa gestión tiene que participar la Bolsa, porque cuenta con la experiencia de su equipo humano y con los medios técnicos para hacerlo. Adicionalmente, mantiene un contacto permanente con la realidad del mercado, empujando por los propios inversores. Es importante para nuestra economía que la gestión del servicio de liquidación se base en la neutralidad y refleje los intereses de todos los sujetos activos en nuestro mercado. Sobre este particular, la Bolsa ha demostrado su capacidad de acometer innovaciones con un sentido neutral, recogiendo intereses y sugerencias que no se han limitado estrictamente al punto de vista de las sociedades y agencias de valores accionistas de la misma.

—¿Cómo afecta el sistema de liquidación y compensación que se va a incorporar al riesgo de contrapartida en la negociación de valores?

—Este es otro punto en el que el nuevo sistema

hereda la filosofía del actual sistema fungible, que consideramos acertada.

Al tratarse de un sistema de liquidación multilateral, la relación biunívoca entre comprador y vendedor, que se produce al ejecutarse una operación en el mercado, se pierde al efectuarse el proceso de liquidación: el sistema se encarga de entregar los valores a los compradores y exigírselos a los vendedores, y al contrario con los efectivos. Al tiempo, garantiza a todos los participantes que las obligaciones y derechos derivados de la contratación se cumplen, con independencia de con quién hayan cruzado la operación; es decir, en la práctica, el servicio de liquidación se convierte en una especie de contrapartida general de todos los compradores y vendedores.

Por eso es tan importante la correcta implantación de un sistema de fianzas y de los medios de aseguramiento de la entrega de valores, porque el servicio de liquidación no debe asumir riesgos con sus entidades adheridas.



José SERNA MASIA

Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Barcelona

—¿Qué ventajas considera que puede aportar el sistema de anotaciones en cuenta, recogido en los artículos 5 a 12 de la Ley del Mercado de Valores, respecto al de fungibilidad hasta ahora existente?

—En realidad, los antecedentes del nuevo sistema de compensación y liquidación de operaciones con valores materializados en anotaciones en cuenta, que se está desarrollando en la actualidad, al amparo de la Ley del Mercado de Valores, se encuentran en el sistema de fungibilidad regulado por el Decreto 1128/1974, de 25 de abril, que ha sido el marco jurídico a través del cual se han liquidado la mayoría de los valores negociados en Bolsa hasta la fecha.

El sistema de fungibilidad registra las operaciones como una anotación en cuenta; es decir, todos los movimientos por compra, venta, traspasos, etcétera, se registran en las cuentas de títulos de las entidades adheridas sin necesidad de que exista movimiento físico de esos títulos, que están custodiados e inmovilizados en las entidades depositarias. Por otro lado, el futuro sistema mantiene la referencia técnica, que pasa a denominarse referencia de registro y que sigue siendo el elemento identificativo de los valores adquiridos.

El principal inconveniente del sistema de fungibilidad es la existencia del título físico, que exige una gestión específica que los controle y unos locales adecuados para su custodia. Asimismo, la fungibilidad no era obligatoria y, por tanto, los accionistas podían libremente excluir los títulos del sistema, lo que ocasionaba importantes costes administrativos tanto para los servicios de liquidación de las bolsas como para las entidades depositarias.

El nuevo marco legal establece que los valores que estén admitidos a negociación estén representados obligatoriamente en anotaciones en cuenta. Esta medida va a permitir la desmaterialización de los títulos físicos y, en consecuencia, una reducción significativa de los costes de las entidades depositarias. Asimismo, permitirá la homogeneización con los sistemas internacionales de liquidación y, sin duda, cumplirá sin problemas las exigencias que han planteado en los últimos tiempos la Federación Internacional de las Bolsas de Valores y el «Grupo de los Treinta».

—La competencia entre diversos mercados bursátiles europeos no se limita a las fases de contratación, sino que se extiende también a las fases de compensación y liquidación. ¿Cree que el nuevo sistema de compensación y liquidación, actualmente en elaboración, servirá para fortalecer la posición del mercado español en esa competencia?

—Las bolsas de valores hemos estado realizando, hasta la fecha, la liquidación de las operaciones, garantizando el cumplimiento de todas las obligaciones contraídas por las partes en la contratación. En este sentido, nos podemos sentir muy satisfechos, ya que no ha habido ninguna incidencia desde la implantación del sistema de fungibilidad. Recientemente, hemos llevado a cabo un arqueo de referencias técnicas con las entidades depositarias y no se han detectado errores imputables a las bolsas.

Por otro lado, hemos puesto en funcionamiento, desde el día 25 de noviembre, bajo el sistema de fungibilidad, la liquidación diaria, lo que va a permitir que las operaciones se liquiden a una fecha fija de siete días.

El futuro sistema de compensación y liquidación que se está diseñando —que como he indicado anteriormente, viene a modernizar en algunos aspectos el sistema de fungibilidad existente— deberá mantener los estándares de calidad que han tenido las bolsas y reducir significativamente los plazos de liquidación. Creemos que las operaciones deberían liquidarse al tercer día de su contra-

tación, en lugar de los cinco días previstos. Esta medida facilitaría enormemente la liquidez de las operaciones efectuadas en las bolsas y fortalecería nuestro mercado frente a los del exterior.

En todo caso, es importante señalar que el sistema de liquidación de las bolsas españolas, contra lo que algunos creen, ha funcionado desde hace años mucho mejor que los de otras bolsas extranjeras correspondientes a mercados de valores notablemente más importantes que el español.

*—En su opinión, ¿cuáles pueden ser las mayores dificultades para la implantación de ese nuevo sistema, y cuál la urgencia que debería atribuirse a su puesta en funcionamiento?*

—En la liquidación y compensación de operaciones intervienen un elevado número de entidades, que van a tener que modificar sus procesos informáticos para adecuarlos a la nueva normativa. Debe existir, por consiguiente, una gran coordinación entre estas entidades y el equipo técnico del proyecto, con el fin de que la implantación del nuevo sistema no provoque desajustes que impidan la normal liquidación de las operaciones.

Por otro lado, el equipo del proyecto debe desarrollar los programas informáticos necesarios que soporten todo el tráfico de información que el sistema requiere.

*—¿Cree que el nuevo sistema comportará una mayor seguridad y eficacia que pueda atraer mayor inversión al mercado de valores español, y en concreto fondos extranjeros?*

—No creo que el futuro sistema de compensación y liquidación aporte una mayor seguridad en la liquidación de las operaciones. Como he comentado anteriormente, desde que se implantó el sistema de fungibilidad no hemos tenido ninguna incidencia ni retraso en los calendarios previstos. Es decir, que en cuanto al nivel de seguridad y fiabilidad, las bolsas españolas estamos, desde hace años, en una excelente situación.

En cuanto a la mayor eficacia, entendemos que la cuestión clave está en la reducción de los plazos de liquidación, dotando al mercado bursátil de la

máxima liquidez, y esto es algo que ya hemos resuelto en un grado notable con la implantación de la liquidación diaria y el plazo D + 7.

*—¿Considera que la condición de entidades adheridas al nuevo servicio de que disfrutaban diversas entidades financieras aumentará la bancarización de la Bolsa?*

—Las entidades bancarias disponen en la actualidad del 60 por 100 del capital de la sociedad promotora del futuro sistema de compensación y liquidación. Esta posición va a reforzar el papel que en la actualidad ya tienen los bancos, a través de sus sociedades de valores participadas, en los mercados de valores.

Las firmas independientes observan atentamente todas las nuevas medidas que se adoptan para el futuro sistema de compensación, con el fin de que se inspiren en un principio de estricta neutralidad del sistema.

*—¿Cómo afecta el sistema de liquidación y compensación que se va a incorporar al riesgo de contrapartida en la negociación de valores?*

—Cualquier sistema de liquidación debe garantizar la entrega contra pago; es decir, debe asegurarse al comprador la recepción de los títulos y al vendedor el cobro del importe efectivo de la venta.

En la actualidad, la liquidación está garantizada por la existencia de unas fianzas depositadas en cada sociedad rectora por los miembros del mercado, y por los controles que el servicio de liquidación de las bolsas lleva a cabo en todos los procesos. Por ejemplo, el vendedor no cobra si no ha entregado, en la forma y plazos establecidos, los títulos que en su día vendió. Este sistema seguirá aplicándose en el futuro procedimiento.

El riesgo de contrapartida en la negociación de valores se reduce a medida que se acorta el plazo de tiempo que media entre la negociación y la liquidación de las operaciones. Por tanto, una reducción significativa del plazo vigente, situándolo en los tres días que antes he indicado, reduciría sensiblemente este riesgo.



José Luis MARCAIDA

Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Bilbao

—¿Qué ventajas considera que puede aportar el sistema de anotaciones en cuenta, recogido en los artículos 5 a 12 de la Ley del Mercado de Valores, respecto al de fungibilidad hasta ahora existente?

—Las ventajas que, en mi opinión, ofrece el nuevo Servicio de Compensación y Liquidación podrían resumirse, muy esquemáticamente, en los siguientes puntos:

- a) Desmaterialización del título físico, con todo lo que ello representa de reducción en gastos como su impresión, traslado y manejo, etcétera.
- b) Un paso muy importante en la certidumbre que representa el liquidar definitivamente una operación de compra-venta de títulos en un plazo de D + 5, como el fijado para el sistema tras su rodaje inicial.
- c) Definir como principio básico el de la neutralidad financiera, o principio de entrega de títulos contra pago de éstos, de tal forma que nadie, absolutamente nadie, saque provecho de una actuación dilatoria en uno u otro sentido.
- d) Finalmente, yo destacaría como un elemento distintivo de las ventajas que ofrece el sistema su capacidad para eliminar la inflación de referen-

cias técnicas que hoy tiene el vigente y actual sistema de fungibilidad.

—La competencia entre diversos mercados bursátiles europeos no se limita a la fase de contratación, sino que se extiende también a las fases de compensación y liquidación. ¿Cree que el nuevo sistema de compensación y liquidación, actualmente en elaboración, servirá para fortalecer la posición del mercado español en esa competencia?

—La competencia de los mercados bursátiles internacionales necesariamente se extiende a las fases de compensación y liquidación. Es lógico pensar que ello sea así, porque la contratación de unos títulos, en un mercado dado, no termina con el cierre de un contrato de compraventa de un número determinado de títulos, a un precio dado, sino con la entrega de esos títulos (*settlement*), contra su pago en dinero.

No cabe la menor duda de que, en la medida en que se consigan, cosa que no dudo, los objetivos que se han planteado por la dirección de la Sociedad de Compensación y Liquidación, se reforzará, de forma muy importante, la credibilidad de nuestro mercado bursátil.

—En su opinión, ¿cuáles pueden ser las mayores dificultades para la implantación de ese nuevo sistema y cuál la urgencia que debería atribuirse a su puesta en funcionamiento?

—Resulta obvio que el proyecto que se aborda desde la nueva Sociedad de Compensación y Liquidación no está exento de importantes y serias dificultades.

No hay que olvidar que este servicio tiene competencias a desarrollar, en virtud del mandato legal, en dos vertientes diferenciadas.

En primer lugar, la de ser una central de anotaciones en cuenta de los títulos contratados en las bolsas, lo que supone, en principio, afrontar las dificultades inherentes a lo que es la transformación de los títulos físicos en anotaciones en cuenta, y a la correspondiente de dotar de la adecuada infraestructura a tal servicio.

Una segunda dificultad que los rectores del nuevo Servicio de Compensación y Liquidación habrán de abordar reside en la forma en que se resuelven los excedentes de personal con que hoy cuentan las sociedades rectoras (las bolsas), al tener asignadas estas funciones que luego asumirá el nuevo Servicio de Compensación y Liquidación.

Sin embargo, tal problema podría verse minorada por el papel que pueda tocar a las bolsas como «servicios locales» del nuevo Servicio de Compensación y Liquidación.

Otro elemento a resolver para la plena eficacia del nuevo Servicio, en razón a su descentralización, es el buen funcionamiento de las redes de comunicación. En este sentido, puedo afirmar que la Rectora de Bilbao cuenta con los más modernos sistemas informáticos y de comunicación de redes, que garantizarán plenamente esta fase final de la contratación bursátil.

*—¿Cree que el nuevo sistema comportará una mayor seguridad y eficacia que pueda atraer mayor inversión al mercado de valores español, y en concreto fondos extranjeros?*

—Creo, sin duda alguna, que sí; yo espero que si el Sistema de Compensación y Liquidación bursátil funciona, la inversión extranjera va a tener un elemento básico de confianza para pensar que sus operaciones se van a liquidar en un plazo muy breve (cinco días, con idea de que más tarde sean tres días), y con la garantía de que, tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda, la operación, con el juego de las contrapartidas, será realizada y materializada en ese plazo.

Resulta evidente que estos plazos, cuando intervinen *brokers* y custodios en el exterior, podrían necesariamente ser más amplios por los desajustes y mayores tiempos que se precisan en los flujos de información.

*—¿Considera que la condición de entidades adheridas al nuevo servicio de que disfrutaban diversas entidades financieras aumentará la bancarización de la Bolsa?*

—Creo que resulta un tópico seguir hablando del grado de bancarización de la Bolsa española. Basta echar la vista atrás, antes de la entrada en

vigor de la Ley de Reforma del Mercado Bursátil (Ley 24/1988), para darse cuenta de la procedencia de las órdenes de compra-venta que se dirigían, más tarde, a la contratación y obligatoria intervención de los agentes de cambio y Bolsa. Y es que, de hecho, las entidades financieras, al mantener las relaciones de clientela (cuentas corrientes y de ahorro, domiciliaciones, etc.) y de depósito de valores, eran, de manera natural, los grandes agentes animadores del mercado bursátil.

De hecho, este factor ha sido explícitamente reconocido a la hora de formar los grupos de capital de la sociedad promotora del nuevo Servicio de Compensación y Liquidación en la que, lógicamente, cabe esperar sea la estructura definitiva de la nueva sociedad. En efecto, un 60 por 100 del nuevo capital es atribuido a las entidades financieras, y un 40 por 100 a las sociedades rectoras. De alguna forma, esta proporción supone el reconocimiento de una mayor participación de las entidades financieras en los procesos finales de compensación y liquidación bursátiles.

*—¿Cómo afecta el sistema de liquidación y compensación que se va a incorporar al riesgo de contrapartida en la negociación de valores?*

—Es la gran novedad del sistema, y supone un enorme valor añadido a la seguridad final de la operación; ser contrapartida de la venta supone decir ser comprador. Esto es, garantizarle que a una fecha cierta recibe los títulos mediante anotación en cuenta, tras el pago del efectivo correspondiente, evitando así la no recepción de los títulos. Al vendedor, como contrapartida de la compra, se le asegura el cobro de los importes de venta en la fecha acordada con las condiciones del servicio.

Este es un paso muy positivo, que supone el cierre de la operación en todos los casos. En los supuestos de incumplimiento, se prevé el establecimiento de un sistema de préstamo de valores y recompras, en su caso, que elimina, precisamente, el riesgo de falta de contrapartida.



José SAMPER REIG

Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valencia

—¿Qué ventajas considera que puede aportar el sistema de anotaciones en cuenta, recogido en los artículos 5 a 12 de la Ley del Mercado de Valores, respecto al de fungibilidad hasta ahora existente?

—Ciertamente, el sistema de anotaciones en cuenta previsto en la Ley del Mercado de Valores, y próximo a implantarse en nuestras bolsas, presenta una serie de significativas ventajas frente al actual sistema de fungibilidad.

Sin pretender una enumeración absolutamente exhaustiva de tales mejoras, y sin que el orden de su exposición implique necesariamente mayor o menor importancia de unas u otras, diré que una primera ventaja se encuentra en el hecho mismo de que el sistema de anotaciones será único (aunque teniendo en cuenta lo establecido en el art. 54 de la citada Ley a propósito de los valores que se negocien en una sola Bolsa), en tanto que el modelo fungible actual convive con otros dos sistemas (el referente a valores nominativos y el sistema tradicional).

Como su propia denominación indica, con el modelo de representación y liquidación de valores que se va a incorporar al mercado bursátil español, esos valores no tendrán soporte físico alguno, es-

tarán totalmente desmaterializados, concretándose en anotaciones contables. Esto, unido a la natural inmovilización que la representación contable implica (en realidad, se convierte en inexistente este último concepto), reportará obvios beneficios en los procesos de liquidación. El sistema de liquidación a introducir seguirá el procedimiento D + 5, lo que implica acortar el período de liquidación y obstaculizar la realización de ciertas operaciones que, de alguna manera, merman la transparencia del mercado. El sistema de liquidación que se proyecta persigue también, entre otros, los objetivos de entrega contra pago y neutralidad financiera.

Todo lo anterior, como digo, va a repercutir muy favorablemente en la eficacia y seguridad de la liquidación bursátil, pero debo señalar también que en los procedimientos actuales se están introduciendo últimamente, por las sociedades rectoras de las bolsas, modificaciones muy importantes que, por lo demás, van a permitir un tránsito mucho más fácil hacia el sistema de anotaciones en cuenta. Así, aunque aún coexisten los tres sistemas de liquidación antes mencionados, por el de fungibilidad (que supone la casi total inmovilización de los títulos) se liquida hoy prácticamente el 90 por 100 de la contratación, ya que los valores nominativos y otros al portador se vienen incluyendo en dicho sistema fungible desde finales del pasado año. En estos días, se va a implantar la liquidación diaria en D + 7, lo que constituye claramente otro paso previo para el modelo de anotaciones en cuenta proyectado. Incluso parece de justicia recordar que el establecimiento en 1974 del sistema fungible, introduciendo por primera vez ese concepto —el de fungibilidad de los valores—, fue un avance espectacular para la liquidación y gestión del depósito de dichos valores, pudiendo ser considerado la base sobre la que se asienta el sistema futuro. El único punto no abordado en dicho sistema hasta 1990, por diversas razones no imputables, en mi opinión, a las bolsas, fue la introducción como valores fungibles de los títulos nominativos.

—La competencia entre diversos mercados bursátiles europeos no se limita a las fases de contratación, sino que se extiende también a las fases de compensación y liquidación. ¿Cree que el nuevo sistema de compensación y liquidación, actualmente en elaboración, servirá para fortalecer la posición del mercado español en esa competencia?

—Aunque pueda parecer obvio y elemental, no siempre se considera adecuadamente que las operaciones bursátiles comprenden dos grandes fases —la contratación y la liquidación— y que, por

consiguiente, ambas han de llevarse a cabo en las mejores condiciones para que el sistema, en su conjunto, funcione eficientemente. Las dos fases, además, están interrelacionadas entre sí, por lo que pueden reforzarse o perjudicarse mutuamente.

Es por eso por lo que los nuevos procedimientos de liquidación previstos para el mercado de valores español, en la medida en que suponen un avance frente a los que utilizamos actualmente, contribuirán, en efecto, al fortalecimiento de la posición global de nuestras bolsas en ese contexto internacional tan progresivamente competitivo.

Verdad que todavía algunos importantes mercados europeos, como Londres e Italia, arrastran, por ejemplo, períodos de liquidación dilatados, pero la tendencia, en línea con las recomendaciones del «Grupo de los Treinta» y de diversos organismos internacionales, se dirige al acortamiento de esos plazos, así como a la desmaterialización de los valores y a la consecución de un ciclo de liquidación D + 3.

En definitiva, se pretenden sistemas de liquidación nacionales más ágiles y seguros, al tiempo que más homogéneos entre sí, a fin de no dificultar a los operadores, especialmente en las coyunturas de mayor nerviosismo y actividad en los mercados internacionales, para que actúen simultánea o sucesivamente en diferentes plazas bursátiles. La puesta al día del sistema de liquidación de las bolsas españolas, pues, permitirá a éstas alcanzar mayores niveles de competitividad en el panorama internacional, tanto por ofrecer más eficacia como por su mayor homologación con los modelos más desarrollados.

*—En su opinión, ¿cuáles pueden ser las mayores dificultades para la implantación de ese nuevo sistema, y cuál la urgencia que debería atribuirse a su puesta en funcionamiento?*

—Yo creo que al proyecto de nuevo sistema de liquidación bursátil se le ha otorgado la necesaria urgencia y prioridad entre los diferentes objetivos perseguidos por la reforma del mercado de valores español. Lo que ocurre es que, según se entiende fácilmente, se trata en este caso de un proyecto que, junto a su adecuada definición normativa, precisa del establecimiento de unos muy complejos medios técnicos y organizativos. En todo ello se viene trabajando desde el primer momento, y progresando adecuadamente, aunque en alguna cuestión cabrían soluciones alternativas.

Pero, no obstante la conveniencia de que el proyectado sistema de representación y liquidación

de valores sea una realidad cuanto antes, vuelvo a decir que los procedimientos que ahora mismo se practican en nuestras bolsas muestran una relativa, pero razonable, eficacia y un acercamiento progresivo a lo que será el sistema definitivo.

*—¿Cree que el nuevo sistema comportará una mayor seguridad y eficacia que pueda atraer mayor inversión al mercado de valores español, y en concreto fondos extranjeros?*

—La cuestión que ahora se me formula creo ha quedado contestada con lo que llevo dicho. Añadiré, si acaso, para acabar de responder total y explícitamente, que la inversión institucional extranjera en las bolsas españolas, y dentro de ella la de los fondos, se verá favorecida conforme el sistema de anotaciones inicie y avance en su operatividad.

*—¿Considera que la condición de entidades adheridas al nuevo servicio de que disfrutaran diversas entidades financieras aumentará la bancarización de la Bolsa?*

—Entiendo que la pregunta que se me plantea en esta ocasión se refiere a determinadas consecuencias que podrían derivarse del hecho de que el sistema de liquidación todavía vigente lo gestionan las sociedades rectoras de las bolsas, mientras que el que se proyecta implantar lo gestionará el Servicio de Liquidación, en el que, frente a otro conjunto de entidades, dichas rectoras sólo tienen una participación significativa, pero minoritaria.

Con toda sinceridad, he de manifestar que hubiéramos preferido, al menos, un mayor protagonismo e influencia para las bolsas en el Servicio de Liquidación; pretensión, por supuesto, nada gratuita y sí sólidamente avalada por la eficaz labor que las sociedades rectoras han realizado en el área de la liquidación bursátil. No ha sido así finalmente, lo que, por descontado, aceptamos cabalmente y, por tanto, al margen de los posibles efectos aludidos en la formulación de su pregunta, lo que ahora corresponde es que todos colaboremos al máximo y hagamos los mayores esfuerzos para que el modelo de liquidación diseñado funcione óptimamente.

*—¿Cómo afecta el sistema de liquidación y compensación que se va a incorporar al riesgo de contrapartida en la negociación de valores?*

—Uno de los principios inspiradores del sistema en proyecto es precisamente el del aseguramiento de la entrega. A tal fin, se contemplan diferentes

mecanismos, algunos de los cuales vienen operando ya en el sistema de liquidación vigente, pero se incorpora por primera vez la figura del préstamo de valores.

\* \* \*

Quisiera añadir, para terminar, que los cambios que se introducen en la liquidación bursátil impli-

can la desaparición de los supuestos o circunstancias que motivaban algunas operaciones bursátiles, pero que ello no necesariamente supondrá un descenso del volumen de contratación merced a los mecanismos de la operatoria a crédito y de las opciones y futuros, lo cual, por añadidura, comportará una mayor y más saludable transparencia en el mercado bursátil español.



Agustín GARMENDIA  
Consejero-Director General de NORBOLSA

—¿Qué ventajas considera que puede aportar el sistema de anotaciones en cuenta, recogido en los artículos 5 a 12 de la Ley del Mercado de Valores, respecto al de fungibilidad hasta ahora existente?

—La introducción del nuevo sistema de liquidación y compensación, que incluye la liquidación diaria y el sistema de anotaciones en cuenta previsto en los artículos 5 al 12 de la Ley del Mercado de Valores, supone la adopción por los mercados financieros españoles de las recomendaciones de los principales organismos internacionales en lo referido a liquidación de operaciones nacionales y transfronterizas.

En este contexto, al aspecto más positivo del nuevo sistema vendrá dado tanto por la homogeneización de los procedimientos de liquidación y compensación a nivel europeo como por las ventajas intrínsecas del sistema.

En este punto, es importante señalar que algunas plazas europeas, y en concreto la de mayor peso específico (Londres), han revisado sus posturas y han anunciado su discrepancia respecto de estos postulados.

Descendiendo a los aspectos más concretos, y al margen de que progresivamente se acorten los plazos de liquidación hasta alcanzar el D + 3 señalado, el nuevo sistema incorpora, desde un principio, algunos de estos postulados, como la existencia de un único centro de liquidación y depósito, la conversión de los títulos en anotaciones en cuenta, la aplicación del principio de entrega contra pago y la figura del préstamo de valores.

La transformación de las acciones en anotaciones en cuenta y la eliminación del control previo de las entidades emisoras en los títulos nominativos —a los que se informará de los titulares de las operaciones para sus registros, pero no podrán impedir la liquidación— permitirá reducir el volumen de cuentas pendientes de liquidar, dando lugar a una mayor seguridad en el cobro de las ventas, que hasta ahora constituía el principal elemento de incertidumbre para los inversores en este campo de la liquidación. Actualmente, muchas operaciones permanecen sin liquidar por errores de tipo formal asociados a la existencia de títulos físicos.

En este punto, llegamos a la que considero principal ventaja de este nuevo sistema, que consiste en proporcionar una fecha cierta de liquidación, aspecto que no se garantiza hoy en día.

Además, la introducción de la figura del préstamo de títulos permitirá acometer la reducción del plazo de liquidación sin recurrir a numerosas recompras, evitando con ello la inflación de valores en el sistema, y otorga a los poseedores de las acciones la posibilidad de obtener una rentabilidad adicional de sus depósitos. La consideración del Servicio de Liquidación y Compensación como prestatario de los títulos confiere seguridad al prestatista en lo que se refiere a la devolución tanto de los valores como de los derechos económicos que genere la operación.

A pesar de lo comentado en las líneas precedentes, el sistema presenta un claro inconveniente conocido por todos: la liquidación diaria supondrá la desaparición del semaneo. Este es un efecto difícilmente cuantificable, aunque podría estimarse que el 15 por 100 del volumen diario actual responde a este criterio de actuación. Es posible que algunas sociedades y agencias establezcan acuerdos con sus clientes para, mediante algún nuevo producto, financiar estas operaciones, pero la disminución de la operativa será evidente.

Resumiendo, la reestructuración del sistema de liquidación y compensación parece necesaria en

un entorno de homogeneización con el resto de mercados europeos, aunque al inconveniente señalado hay que añadir el de su elevado coste en relación a otras alternativas.

—*La competencia entre diversos mercados bursátiles europeos no se limita a las fases de contratación, sino que se extiende también a las fases de compensación y liquidación. ¿Cree que el nuevo sistema de compensación y liquidación, actualmente en elaboración, servirá para fortalecer la posición del mercado español en esa competencia?*

—En contra de la creencia generalizada, tengo que decir que la compensación y liquidación en el mercado español no es peor que la existente en el resto de plazas europeas. Es posible que hace diez o quince años sí que existieran deficiencias importantes en nuestro sistema, pero actualmente pienso que nos encontramos en una situación equivalente, en términos generales, a la mayoría de mercados.

Nosotros operamos con frecuencia en los más importantes mercados internacionales, y no encontramos grandes diferencias en cuanto a calidad de liquidación. Los sistemas son diferentes, presentando cada uno ventajas e inconvenientes, pero en ningún caso el español puede considerarse netamente inferior.

Quizá nuestra mayor carencia venga dada por el hecho de la existencia de títulos físicos y por la no aplicación del principio de entrega contra el pago. El primero de estos factores dificulta las liquidaciones, y el segundo añade un elemento de incertidumbre que los inversores extranjeros valoran en gran medida.

El nuevo sistema fortalecerá la situación del mercado español en tanto en cuanto el resto de bolsas sigan también las directrices del «Grupo de los Treinta» y se unifiquen los procedimientos. El hecho de que los métodos de liquidación sean iguales en toda Europa favorecería la movilidad de los capitales, al encontrarse los inversores con sistemas que les son conocidos y habituales.

Un punto a destacar es el hecho de que no sólo el sistema ha de ser bueno, también la aplicación de éste debe ser correcta. De nada servirá establecer un centro único de depósito y liquidación, y unos plazos de liquidación reducidos, si luego el funcionamiento de este centro es defectuoso, pocas operaciones se liquidan en el plazo previsto y los errores están a la orden del día.

En mi opinión, y como ya he comentado, la liquidación y compensación no es el ámbito en el que la Bolsa española presenta el mayor déficit. La estrechez del mercado y la falta de grandes compañías son factores estructurales que confieren a nuestro mercado un carácter residual en la estructura de los grandes portafolios internacionales que es muy difícil que sea compensado únicamente por un sistema de liquidación más eficaz.

—*En su opinión, ¿cuáles pueden ser las mayores dificultades para la implantación de ese nuevo sistema, y cuál la urgencia que debería atribuirse a su puesta en funcionamiento?*

—Las dificultades principales son de tipo operativo, especialmente para las sociedades rectoras, en tanto en cuanto se abre un período en el que muchos procedimientos deberán ser duplicados, al mantenerse el sistema actual, por un lado, y comenzar las pruebas del nuevo método, por otro. Este período va a suponer una ardua labor de intercambio de información entre las sociedades rectoras y el Servicio de Compensación y Liquidación (SCL), y un chequeo continuo de los procedimientos.

Las cuentas de resultados de estas sociedades rectoras también van a verse afectadas en tanto en cuanto la liquidación diaria, a través del SCL, les va a privar de los rendimientos financieros que generaban los fondos remanentes que permanecían en estas entidades como consecuencia de ventas pendientes de justificar.

Desde el punto de vista de los miembros del mercado, las liquidaciones diarias suponen la exigencia de un mayor control de toda la operativa y una mayor carga de trabajo de tipo administrativo, al tener lugar justificaciones de operaciones y movimientos de efectivo diariamente, en lugar de semanalmente.

A los anteriores aspectos hay que añadir el hecho de que aún no es conocido el coste que va a suponer el servicio de liquidación y depositaría que va a prestar el SCL, aunque posiblemente será superior al del sistema actual.

La urgencia de la puesta en funcionamiento viene dada por la creciente competencia existente en los mercados internacionales. Las mejores condiciones de liquidación y compensación pueden llevar a que gran parte de la contratación de los principales valores de la Bolsa española (aquellos que cotizan actualmente, o que lo harán en el futuro, en

varios mercados) se realice en mercados extranjeros o a través de cámaras de compensación internacionales.

Si existe la posibilidad de contratar un valor en varias bolsas, y a igualdad del resto de factores, se negociará en aquella que mayor seguridad de liquidación presente. En este sentido, es importante considerar los casos de Francia y Holanda. Las principales empresas de estos países cotizan en varios mercados, y de hecho se contrata más en los de fuera que en sus propias bolsas.

Para que esto no tenga lugar en la Bolsa española, es preciso homogeneizar nuestro sistema con el del resto de países, sobre todo en lo que respecta a representar los títulos en anotaciones en cuenta y adoptar el criterio de entrega contra pago.

*—¿Cree que el nuevo sistema comportará una mayor seguridad y eficacia que pueda atraer mayor inversión al mercado de valores español, y en concreto fondos extranjeros?*

—En línea con lo comentado en mi respuesta a una pregunta anterior, creo que esto será así en tanto en cuanto el resto de bolsas tiendan a sistemas similares y, por ello, los gestores de fondos no se enfrenten a sistemas diferentes en cada mercado, sino a una operativa común, y por tanto familiar para ellos, en todos los mercados.

No obstante lo anterior, el nuevo sistema presenta ventajas en sí mismo para la inversión extranjera, al acortar progresivamente el período de liquidación, crear un único centro de depósito y establecer un número de días fijo entre la contratación y la liquidación.

Actualmente, existe una cierta incertidumbre sobre el período de cobro de las ventas, sobre todo en las liquidadas con títulos físicos, y también en los valores nominativos, en los que la entidad emisora puede retrasar considerablemente la liquidación. La eliminación de esta potestad y la conversión de los títulos en anotaciones en cuenta permitirá mitigar estos problemas y, consiguientemente, disminuir las retenciones de algunos gestores de fondos extranjeros.

Un aspecto importante será la adopción del principio de entrega contra pago, dado que la inversión extranjera está acostumbrada a este sistema, que da más seguridad al inversor que el sistema actual.

No hay que olvidar, sin embargo, el inconveniente que la liquidación diaria supondrá para estos inversores, al producirse movimientos de efectivo

más frecuentes, lo que puede disminuir las actuaciones especulativas (el semaneo ya comentado) de los inversores extranjeros.

*—¿Considera que la condición de entidades adheridas al nuevo servicio de que disfrutaban diversas entidades financieras aumentará la bancarización de la Bolsa?*

—No creo que el diseño del nuevo sistema de liquidación y compensación implique una mayor bancarización del mercado. La mayoría de las entidades financieras son ya entidades adheridas a los actuales servicios de liquidación y compensación de las bolsas, por lo que su condición de tales en el nuevo SCL no supone un cambio cualitativamente importante.

Lo que sí es cierto es que, al participar las entidades financieras en un porcentaje importante del capital del nuevo SCL, acceden de manera indirecta al importante negocio bancario que supone la compensación y liquidación bursátil, aspecto que hasta ahora permanecía lejos de su alcance.

La bancarización de la Bolsa española es un hecho que refleja la importancia que la banca tiene en el conjunto de la economía española, y responde a las importantes participaciones industriales que mantienen las entidades financieras. La gran cantidad de fondos invertidos en Bolsa por estas instituciones hace que sus decisiones influyan de manera muy importante en el mercado de renta variable.

Consiguientemente, parece lógico que entidades que controlan una gran parte de los títulos sean entidades adheridas a un centro de liquidación y compensación para el correcto funcionamiento de éste.

*—¿Cómo afecta el sistema de liquidación y compensación que se va a incorporar al riesgo de contrapartida en la negociación de valores?*

—El riesgo de contrapartida está asociado con la calidad crediticia de la contrapartida, aumentando la incertidumbre cuando la entrega de títulos no se produce el mismo día que el movimiento de efectivos.

El sistema actual no elimina este riesgo, dado que las bolsas no realizan una función de *clearing*, aunque existe un sistema de fianzas que está destinado a cubrir posibles contingencias.